仅供内部参考，请勿外传

华泰证券 HUATAI SECURITIES

审视变化中的大众品行业：渠道变革与品牌崛起共生

华泰研究

2026 年 6 月 29 日 | 中国内地　　深度研究

当前国内零售行业进入高效率变革加速期，凭借规模效应带来的成本优势以及标准化的运营能力，新兴的线下业态（如会员制商超、调改商超、零食量贩、新鲜零食等）正实现市场份额的稳步提升，并逐步对传统个体商户形成替代与挤压。在本轮渠道变革中，大众品各品类因产品标准化程度、产品加价率、白牌替代性与渠道集中度的差异而受到分层冲击——休闲零食与烘焙受冲击明显，新渠道以白牌货盘直接挤压品牌溢价；乳制品与速冻食品内部分化明显，基础款受冲击但功能性品类缓冲整体影响；软饮料与调味品则凭借深度分销、高频刚需与强品牌心智构筑较强的防御壁垒。面对渠道格局重塑，品牌企业应基于自身品类特性选择主动拥抱或相机抉择。

渠道变革的“水温”评估：新渠道进展如何？

当前线下零售渠道呈现新业态并行态势：1）会员制商超：热度集中于山姆（25 年销售额增长~40%），其高增验证了本土化供应链与线上履约能力的壁垒；2）商超调改：目前正处于从局部验证走向规模化的拐点，即时零售为“线下调改+线上履约”提供了双轮驱动，但全国性连锁的存量体系改造仍需时间兑现规模效应；3）零食量贩：行业 25 年以超 4 万家门店、逾 1,176 亿元营收的体量完成规模跨越，行业重心正从门店扩张转向供应链效率提升；4）新鲜零食：据头豹研究院，20-25 年新鲜零食市场规模从不足 50 亿元增至约 180 亿元，期间 CAGR 超 40%，单店模型已获验证，但短保供应链的区域约束决定扩张节奏天然受限，我们预计终局将以区域品牌为主。

渠道变革对大众品各品类的冲击图谱

产品标准化程度越高、加价率越高、白牌越易替代、渠道越分散的品类，在渠道变革中承压越大。在大众品各品类中，受影响较大的为休闲零食与烘焙品类，乳制品与速冻食品受影响居中，软饮料与调味品受影响较小。借鉴海外，渠道变革对品牌的影响并非单向替代，而是“结构性挤压与差异化共生”。美国 Costco 自有品牌 Kirkland 对品牌商形成替代压力，但百事通过产品创新仍实现增长；日本业务超市大量进口中国零食，印证了功能识别度低、口味丰富的品类在全球折扣供应链中的高可替代性。品类端，自有品牌渗透率与渠道集中度正相关、与品牌集中度负相关，品类属性决定替代弹性——功能识别度低、口味丰富的品类更易被自有品牌切入，反之则替代难度更大。

品牌企业的渠道博弈：主动拥抱还是谨慎参与？

从当前的行业实践看，品牌企业的态度可分为两类：一类是主动拥抱新渠道、早早绑定并做专供定制，将渠道红利转化为确定性增量；另一类是谨慎参与或选择性合作，根据品类受冲击的程度和企业自身的壁垒采取相机抉择的策略。渠道变革的本质是零售效率的再分配，品牌商只有在这场再分配中找到自己不可替代的价值定位（如在会员店做品质化供给、在量贩渠道做性价比适配、在调改商超做差异化互补）才能在渠道格局重塑中立于不败之地。

投资结论

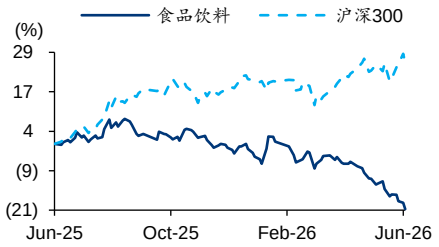
综合考虑之下，我们认为调味品与软饮料行业受新渠道的冲击相对较小，**我们看好调味品与软饮料龙头的中长期壁垒稳固，推荐海天味业（A+H）、农夫山泉。**此外，在受新渠道冲击相对明显的品类中，我们认可“渠道变迁中具备稀缺供给能力”的范式，**盐津铺子、西麦食品等把握渠道红利的能力相对较强，同时建议关注已经开始布局新鲜零食的有友食品。**

风险提示：宏观经济增长不达预期；竞争加剧；食品安全问题；本研报涉及的未上市或未覆盖个股内容，均系对其客观信息的整理，并不代表团队对该公司、该股票的推荐或覆盖。

食品饮料　　增持（维持）

王可欣　　研究员
SAC No. S0570524020001　wangkexin019215@htsc.com
SFC No. BVO215　+(86) 21 2897 2228

行业走势图



资料来源：Wind，华泰研究

重点推荐

股票名称	股票代码	目标价（当地币种）	投资评级
西麦食品	002956 CH	37.12	买入
盐津铺子	002847 CH	69.84	买入
有友食品	603697 CH	14.56	买入
农夫山泉	9633 HK	52.75	买入
海天味业	3288 HK	44.72	增持
海天味业	603288 CH	45.90	增持

资料来源：华泰研究预测

免责声明和披露以及分析师声明是报告的一部分，请务必一起阅读。

仅供内部参考，请勿外传

正文目录

投资要点 5

渠道变革的“水温”评估：新渠道进展如何？ 7

K 型分化：消费分级如何塑造出两条极致渠道 7

会员制商超：山姆的高增与赛道的分化 8

调改商超：从“向变而生”到“向深而耕” 9

零食量贩：4 万家门店之后的饱和与转型 11

新鲜零食：业态迭代，还是另一场资本叙事？ 12

小结 14

渠道变革对大众品各品类的冲击图谱 17

各新渠道的品类结构特征与自有品牌渗透趋势 17

横向对比：哪些品类更容易被新渠道冲击？ 20

影响较大品类一：休闲零食正处于渠道变革冲击的核心地带 21

影响较大品类二：烘焙品类中的渠道分化加速演绎 21

影响居中品类一：乳制品中基础白奶或面临替代压力，但功能性乳品的护城河较高 22

影响居中品类二：渠道变革对速冻食品而言更多是结构性调整而非系统性冲击 23

影响较小品类一：传统渠道根基深厚、品牌认知壁垒强共促软饮料品类受冲击有限 24

影响较小品类二：调味品或为本轮渠道变革中防御性最强的品类 25

他山之石：美国仓储会员店与日本硬折扣店的食品品牌命运分野 25

美国仓储会员店：品牌与渠道的二十年拉锯 25

日本硬折扣店：垂类深耕与“产销一体化”的另类路径 26

综合美日经验，可以提炼出两条可跨市场复用的规律 27

哪些海外经验在中国适用，哪些会水土不服？ 28

品牌企业的渠道博弈：主动拥抱还是谨慎参与？ 30

主动拥抱型：以渠道专供定制获取增量 30

主动拥抱零食量贩渠道：以盐津铺子、西麦食品为例 30

主动拥抱会员制商超渠道：以新乳业、五谷磨房为例 31

谨慎参与型：选择性合作与产品共创 32

谨慎对待零食量贩渠道：核心顾虑在于价盘体系 32

谨慎对待会员制商超渠道：核心顾虑在于“不愿代工” 33

决定品牌得失的核心变量 34

投资建议 34

风险提示 34

仅供内部参考，请勿外传

图表目录

图表 1： 中国各渠道的销售额占比 7
图表 2： 新兴零售企业的销售体量和对应市占率测算 7
图表 3： “质价比”作用路径示意图 8
图表 4： 中国仓储会员制超市市场规模及同比增速 8
图表 5： 山姆会员制超市在华扩张情况 8
图表 6： 25 年销售额同比变化情况（基于企业整体表现） 10
图表 7： 25 年净利润同比变化情况（基于企业整体表现） 10
图表 8： 我国即时零售市场规模发展情况 10
图表 9： 24 年我国即时零售市场中的品类占比情况 10
图表 10： 主要国家和地区折扣零售市场规模（亿美元） 11
图表 11： 主要国家和地区折扣零售占线下零售的比例 11
图表 12： 新鲜零食赛道发展阶段 12
图表 13： 金粒门、几多全近一年来的新开店节奏 12
图表 14： 部分代表性新鲜零食商店的客单价 12
图表 15： 金粒门单店模型（以长沙区域 250 平方米的商圈店为例） 13
图表 16： 新鲜零食与其他食品类零售业态的差异对比 13
图表 17： 各业态的月销售额/经营净利率/回收期对比 14
图表 18： 中国主要零售业态在“品类宽度*周转速度*履约时效”的三角约束情况 15
图表 19： 美国三大仓储会员店 23 年销售额占比：零食饼干类排名第四 17
图表 20： 2021 年上海某会员制超市食品类所属品牌占比 17
图表 21： 山姆的选品流程 17
图表 22： 永辉超市 25 年品类结构（占总营收的比例） 18
图表 23： 零食量贩样本店的品类结构（SKU 占比） 18
图表 24： 金粒门样本门店 SKU 数分布 19
图表 25： 量贩零食与新鲜零食的模式对比 19
图表 26： 各渠道的自有品牌/白牌占比 19
图表 27： 25 年分品类的渠道结构对比：休闲零食与烘焙产品相对其他食品的渠道结构更为分散 20
图表 28： 24-25 年零食企业的渠道结构梳理 21
图表 29： 立高食品冷冻烘焙业务分季度渠道结构拆分 22
图表 30： 山姆会员店与传统饼房产品单价对比：山姆性价比优势突出 22
图表 31： 21-25 年常温奶与低温奶的占比变化情况 23
图表 32： 液态奶行业竞争格局：25 年伊利与蒙牛的合计市占率超 50% 23
图表 33： 主要乳企的吨人工成本对比（元/吨） 23
图表 34： 主要乳企的吨制造费用对比（元/吨） 23
图表 35： 24 年速冻火锅料行业竞争格局 24
图表 36： 24 年速冻菜肴行业竞争格局 24
图表 37： 21-25 年软饮料行业的渠道结构变化情况：传统流通渠道仍为主战场 24
图表 38： 新渠道中的软饮料消费画像 25
图表 39： 正常渠道和折扣店是一个硬币的正反面 27

仅供内部参考，请勿外传

图表 40： 唐吉诃德商业模式解析.....27
图表 41： 25 年全球各食品品类的自有品牌销售额占比情况.....28
图表 42： 25 年中国快消品品类的自有品牌销售额占比情况.....28
图表 43： 自有品牌占比大致与渠道集中度正相关、与品牌集中度负相关.....28
图表 44： 新乳业：山姆渠道产品线.....31
图表 45： 五谷磨房：山姆渠道产品线.....31
图表 46： 谨慎参与型企业的逻辑差异梳理.....32
图表 47： 24 年不同零售渠道的厂商利润率对比.....33
图表 48： 康师傅：零食量贩 vs 传统经销渠道产品线对比.....33
图表 49： 食品饮料企业为山姆会员店定制产品全品类汇总.....34
图表 50： 重点公司推荐一览表.....35
图表 51： 重点推荐公司最新观点.....35

仅供内部参考，请勿外传

投资要点

当前国内零售行业正进入高效率变革加速期，这是一轮以效率为轴心的结构性变革。在居民收入温和修复（23-25 年全国人均可支配收入累计增长约 10%）、但消费信心指数长期徘徊于 85 以下、平均消费倾向由 2019 年的 70.1%回落至 2024 年的 68.3%的背景下，传统商超所处的中间地带加速失血，K 型分化由此成为贯穿大众品行业的结构性主线。以山姆为代表的会员制商超与以鸣鸣很忙为代表的零食量贩各自跑出千亿级体量，验证了 K 型两侧的渠道势能。我们认为，这一变革的实质并非渠道的简单更替，而是零售效率在产业链上的再分配——上游品牌商的增长逻辑正由依赖渠道广度的“全渠道铺货”，转向依托差异化供给能力的“分层卡位”。然而，渠道变革的冲击并非均质化：标准化程度高、品牌溢价薄的品类（如休闲零食、烘焙等）首当其冲，渠道根基深厚、品牌认知壁垒强的品类（如调味品、软饮料等）防御属性突出。本报告将系统评估四条新兴渠道赛道的“水温”，绘制大众品各品类受新渠道冲击的图谱，剖析品牌企业的渠道博弈得失，最终落到渠道视角下的品类配置与标的推荐。我们认为，能否在这场效率再分配中锚定不可替代的价值定位，是决定品牌商得失的关键胜负手。

渠道层面：当前国内零售渠道变革呈现新业态水温各异的分化格局，各自的驱动力与约束条件不同

1）会员制商超：赛道热度最高但高度集中于山姆，其 2025 年销售额超 1,400 亿元、同比增长约 40%，线上收入占比突破 50%，单店产出约抵 15-20 家传统大卖场，壁垒在于约 70%商品本土开发的供应链与线上履约的先发布局；

2）商超调改：目前正处于从区域验证迈向规模释放的拐点，“线下调改+即时零售”的双轮驱动增量空间开启，但全国性连锁的存量体系改造仍需时间兑现规模效应；

3）零食量贩：2025 年以超 4 万家门店、逾 1,176 亿元营收完成规模跨越后，竞争重心正从“拼点位”转向“拼供应链效率”，盈利改善路径逐步清晰；

4）新鲜零食：单店模型已得到验证（据海纳百卤，金粒门长沙区域~250 平方米的门店可实现月销~400 万元、经营利润率~22%），但短保供应链约 350 公里的区域半径使得新鲜零食门店的全国化扩张节奏天然受限，我们预计行业终局将以区域品牌为主。

品类层面：渠道变革对大众品各品类的冲击并非“一刀切”，影响强弱由产品标准化程度、产品加价率、白牌可替代性与渠道集中度四要素共同决定，形成清晰的防御谱系

1）分析国内：在大众品各品类中，受影响较大的为休闲零食与烘焙品类，产品标准化程度高、代工体系成熟，新渠道以白牌货盘直接挤压品牌溢价，传统品牌被迫转向性价比竞争；受影响居中的为乳制品与速冻食品，品类内部分化明显，基础款白奶和速冻米面等受到一定冲击，但功能性乳品、B 端占比较高的速冻火锅料受影响不大；受影响较小的为软饮料与调味品，头部品牌通过深度分销、终端网点建设和餐饮渠道绑定构筑了白牌难以短期渗透的壁垒，叠加产品的高频刚需特征和强品牌心智，防御属性突出。

2）借鉴海外：海外经验表明，渠道变革对食品品牌的影响并非单向替代，而是“结构性挤压与差异化共生”的辩证过程。在美国，Costco 自有品牌 Kirkland 以“优质低价”策略在饮料&零食领域对品牌形成系统性替代压力，但百事通过产品创新（健康化、定制化），在 Kirkland 渗透率超 30%的压力下仍实现营收增长，成为“共赢”样本。在日本，渠道集中度有限的结构使全品类硬折扣巨头缺位，但业务超市通过 SPA 模式自建工厂实现垂类深耕，其大量进口中国调味品、零食的事实说明功能识别度低、口味丰富的品类在全球折扣供应链中的可替代性。品类层面，我们发现自有品牌的渗透率大致与渠道集中度正相关、与品牌集中度负相关；品类属性决定替代弹性——功能识别度低、口味丰富的品类更易被自有品牌切入，功能识别度高或口味简单的品类替代难度更大。

3）对中国品牌的核心启示：在我国电商渗透率远高于美日、城乡二元需求分化的独特格局下，渠道变革的速度和广度可能更剧烈，品牌必须同时具备产品创新能力（守住溢价）和渠道适配能力（避免边缘化），二者缺一不可。

仅供内部参考，请勿外传

品牌层面：主动拥抱与谨慎参与分野，产品创新与差异化定制能力是共赢的前提

1）主动拥抱型已验证共赢路径：主动拥抱新渠道的品牌商，其成功的关键不在于先发优势，而在于能否针对新渠道的客群特征和品类结构提供差异化的产品供给。在量贩零食渠道，品牌商需要的是适配“高性价比+白牌主导”货盘的产品规格和定价，盐津铺子的量贩渠道收入占比从 2022 年的 11%升至 2025 年的 30%；在会员店渠道，品牌商需要的是具备品质差异化和渠道专属性的产品创新，这种产品创新能力的强化亦有望反哺其他渠道，五谷磨房深耕山姆渠道、目前已有 6 个 SKU 跻身冲调饮品榜单前十，新乳业朝日唯品焦糖布丁登上山姆下午茶热榜 TOP，验证了“产品定制+渠道分层”策略的有效性。

2）谨慎参与型的核心顾虑：主要指向量贩渠道的价盘冲击与经销商利益受损，以及对会员制商超“沦为隐形供应商”带来的品牌资产稀释与极薄的代工利润。我们认为，品牌的最优解是从“全渠道铺货”转向“渠道分层、产品定制、共创共赢”——在会员店做品质化共创、在量贩渠道做性价比适配、在调改商超做差异化互补。产品力、差异化与渠道适配能力三者兼备的企业，方能在这场渠道格局重塑中持续受益。

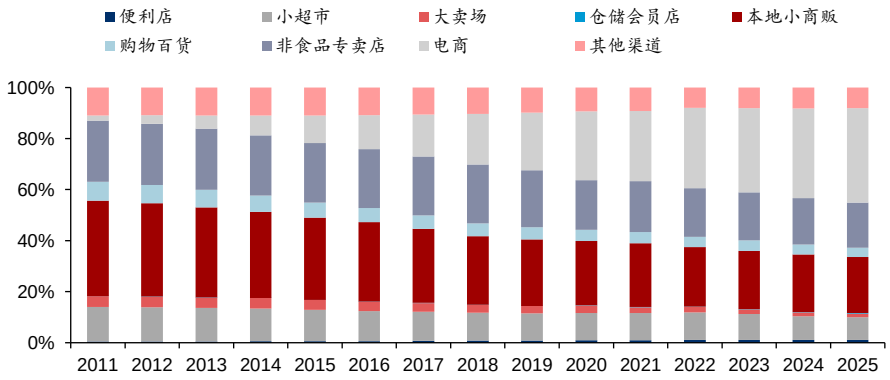
区别于市场的观点：市场普遍将新业态的崛起视为大众品品牌商的系统性利空，担忧白牌货盘摧毁品牌溢价、品牌商沦为渠道的“隐形供应商”。我们认为这一判断存在两重预期差：其一，冲击是结构性的而非均质的——产品标准化程度、产品加价率、白牌可替代性、渠道集中度四要素共同决定冲击的强弱，休闲零食与烘焙固然受影响首当其冲，但调味品、软饮料等高壁垒品类的防御性被市场显著低估；其二，“参与新渠道”不等于“让渡利润”，部分头部品牌已跑通“渠道专供定制”的共赢路径，市场对这类企业的渠道 α 定价明显不足。综上，正确的应对不是“全面回避大众品”，而是在防御品类中寻找确定性、在变革品类中识别赢家。

仅供内部参考，请勿外传

渠道变革的“水温”评估：新渠道进展如何？

中国零售渠道正经历一轮深层次的结构性分化，在消费信心承压与品质需求并存的双重背景下，不同渠道走向了两个极致：一端是以山姆为代表的会员制商超，以质价比锚定中产家庭、以精选 SKU 和自有品牌重塑信任关系；另一端是以鸣鸣很忙、万辰集团为代表的零食量贩，以极致效率砍去流通环节的中间成本、以硬折扣的模式满足价格敏感型消费者的囤货需求。K 型分化的两侧，分别跑出了千亿级的新渠道形态。**凭借规模效应带来的成本优势以及标准化的运营能力，新兴的线下业态正实现市场份额的稳步提升，并逐步对传统个体商户形成替代与挤压。**

图表1：中国各渠道的销售额占比



注：小超市的经营面积一般在 300-2,500 平方米，大卖场的经营面积一般在 2,500-10,000 平方米；
资料来源：欧睿，华泰研究

图表2：新兴零售企业的销售体量和对应市占率测算

		GMV或营收（亿元）			测算市占率	
	口径	2019年	2025年	20-25年 CAGR	2019	2025
沃尔玛（含中国沃尔玛大卖场及山姆会员店）	GMV	823	1724	13.1%	0.5%	1.0%
盒马鲜生+盒马NB	GMV	400	1000	16.5%	0.2%	0.6%
永辉超市	营收	849	535	-7.4%	0.5%	0.3%
家家悦	营收	153	180	2.7%	0.1%	0.1%
万辰集团	GMV	-	733		-	0.4%
鸣鸣很忙	GMV	-	936		-	0.5%
叮咚买菜	营收	39	244	35.7%	0.0%	0.1%
朴朴超市	GMV	40	330	42.1%	0.0%	0.2%
小象超市（美团）	GMV	-	400		-	0.2%
合计		**2303**	**6081**	**17.6%**	**1.4%**	**3.5%**

注：我们测算的各渠道市占率以欧睿口径的线下零售额为分母；
资料来源：欧睿，各公司公告，第三只眼看零售，老张聊即时零售，职业零售网，网经社，华泰研究

然而，“新渠道崛起”这一判断本身并不足以回答更深层的问题。经历了过去 1-2 年的高速扩张后，各条赛道的“水温”已经发生了微妙而关键的变化——会员制商超是否仍在加速？下沉市场是否真正打开？商超调改的效果是否符合预期？零食量贩的万店扩张是否触碰到效率的天花板？新鲜零食的兴起，究竟是对既有业态的迭代补充，还是仅仅停留在资本叙事层面？这些问题，是理解当下渠道变革所处阶段的核心线索。**本章节试图穿透“新渠道崛起”的表层叙事，逐一审视各条赛道的真实水温，评估其短期动能与长期持续性。**

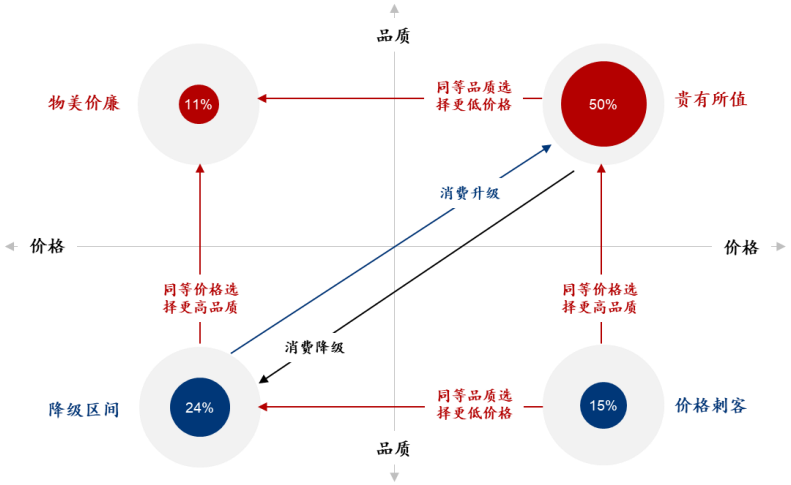
K 型分化：消费分级如何塑造出两条极致渠道

会员制商超与零食量贩这两条看似方向相反的渠道，在几乎同一时间窗口集中扩张，其深层原因指向消费端的一个结构性变化——K 型分化。所谓 K 型分化，是指消费需求不再沿单一轴线运动，而是同时向“质价比”和“性价比”两个极端撕裂，中间地带的传统渠道持续承压。23-25 年全国居民人均可支配收入累计增长约 10%，但据国家统计局的“全国消费者信心调查”，22 年以来我国消费者信心指数长期处于 85-90 的历史低位区间，据国家统计局发布的居民消费支出数据，我国居民的消费倾向从 2019 年的 70.1%降至 2024 年的 68.3%，“有钱”和“敢花”之间的裂痕持续扩大，这正是 K 型分化的微观基础。

仅供内部参考，请勿外传

K 型的上半支指向质价比驱动的品质消费：截至 25 年年末，山姆会员商店共有 63 家门店，实现超 1,400 亿元销售额，同比增长约 40%，付费会员超 1,070 万，线上收入占比突破 50%，其增长并非简单的门店扩张，而是“精选商品+高效履约”模型在高线城市中产家庭中深度渗透的结果。**K 型的下半支指向极致性价比驱动的效率消费：**截至 25 年年末，鸣鸣很忙与万辰集团的门店合计超 4 万家，营收合计超 1,176 亿元，行业 CR2 超过 75%。零食量贩模式的核心在于供应链重构——砍去经销商环节直连工厂，将终端加价率压缩至 15%-20%，以高周转抵消低毛利。

图表3：“质价比”作用路径示意图



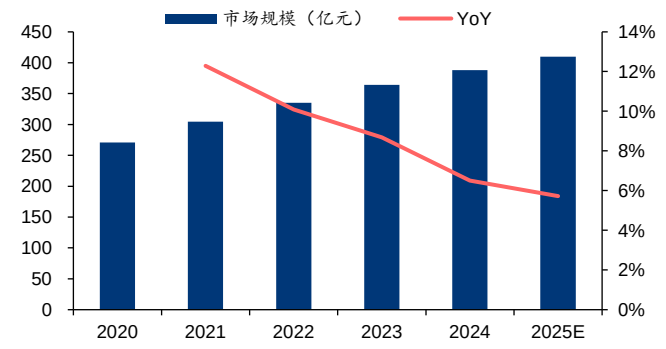
注：图中百分比数字为该区间的快消品品类数占比（尼尔森统计）；
资料来源：2024 年 4 月.尼尔森.中国零售行业发展报告，华泰研究

我们认为，会员制商超与零食量贩这两条赛道在同一窗口期爆发并非偶然。需求侧看，消费信心走弱挤压了传统超市的中间地带；供给侧看，食品工业产能持续过剩为新兴渠道整合上游提供了土壤；基础设施侧看，即时配送网络的成熟使“线上下单+小时达”成为标配。三者叠加，为 K 型分化在渠道端的映射提供了充分条件。这一格局至今仍在深化，各条赛道的水温也随之进一步分化，我们将在后续各节中逐一展开。

会员制商超：山姆的高增与赛道的分化

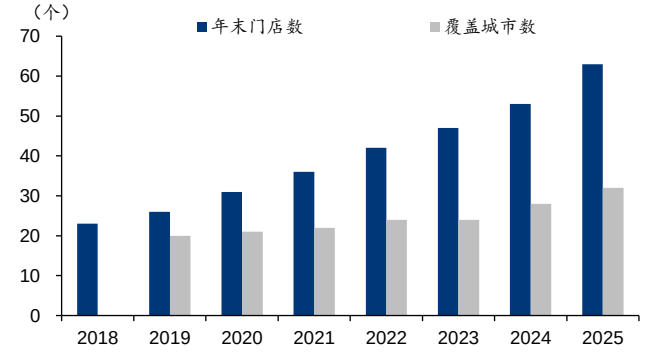
山姆的增长本质上是一个“线下锚品牌、线上放规模”的双轮驱动模型。门店端，25 年全年山姆净增门店 10 家，门店同比增长约 19%，远不足以解释其整体增速（25 年销售额增长约 40%）。我们判断线上渠道的打通才是更关键的增量来源，25 年山姆线上销售占比已超过 50%，全国前置仓及云仓接近 500 个，近 80%的线上订单可以在一小时内完成配送。实体店承担品牌信任和会员获取的功能，线上履约网络承担单客价值放大的功能。这意味着山姆的营收天花板并非由门店数量直接决定，而是由“店+云仓”覆盖的服务半径决定。

图表4：中国仓储会员制超市市场规模及同比增速



资料来源：艾媒咨询《2023-2024 年中国仓储会员超市行业发展状况及消费行为研究报告》，华泰研究

图表5：山姆会员制超市在华扩张情况



资料来源：联商网，华泰研究

仅供内部参考，请勿外传

山姆的下沉路径——先开云仓试水、再择机开实体店——提供了一个检验“会员制能否下沉”的观察窗口。2026 年山姆计划新开的 13 家门店中，石家庄、青岛、济南、佛山、汕头均为首店，其中多数在开店前已通过前置云仓完成了市场验证。目前山姆非官方代购网络中约 70%的订单流向未开设实体店的城市及县域市场，证明下沉市场对于山姆的需求真实存在。但下沉市场的跑通并不等同于“会员制本身成功下沉”，消费者更多是为“便捷获得高品质商品”买单，而非为会员身份付费。若其他渠道能以类似的效率提供同品质的商品组合，山姆在下沉市场的先发优势并非不可挑战。

不同于山姆的持续高增，Costco 入华七年仅开 7 店、续卡率约 60%，盒马 X 会员店全面关停，说明当前会员制商超赛道并非“模式的胜利”，而是“山姆的胜利”，我们认为山姆的差异化优势主要集中在三个维度：一是本土化供应链深度，山姆会员制超市中约 70%的商品为中国本土开发和采购；二是线上履约能力的先发布局，山姆早在 2018 年便开始搭建前置仓网络；三是价格形象的本土化运营，以“MM 自有品牌”和会员专属价格锚定“质价比”定位，而非简单复制全球低价策略。三者叠加，构成了竞争对手短期内难以复制的壁垒。

从成长空间看，山姆 26 年目标新增 13 家门店、中长期“百店计划”意味着赛道远未触及天花板。从对传统商超的挤压效应看，山姆单店产出超过 20 亿元，大致相当于 15-20 家传统大卖场的营收总和。每一家山姆新店的开业，都意味着其覆盖半径内的传统超市面临一轮客流重新分配。随着山姆持续向二三线城市渗透，这种挤出效应或将从高线城市向下传导，传统商超的存量压力或将进一步加剧。

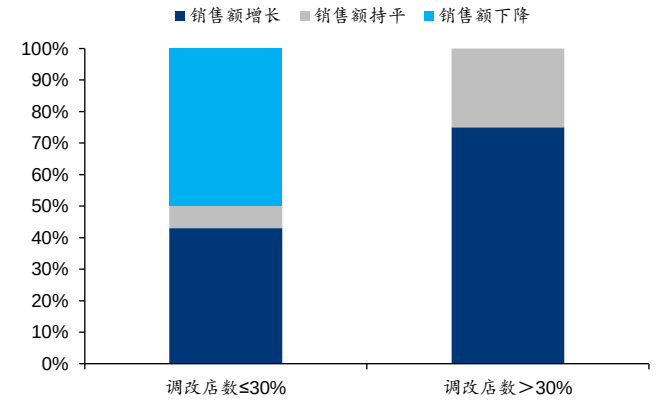
调改商超：从“向变而生”到“向深而耕”

过去三年，中国超市行业正经历一轮由内而外的深度调整。面对客流结构变化、消费分层加剧与竞争范式重塑，系统性的门店调改正在成为行业的共同选择——从环境焕新到商品替换，再到供应链能力与门店体验的综合变革。然而并非所有调改都能转化为持续增长，区域型与全国型企业的效果分化尤为显著。步步高于 24-25 年完成 21 家门店的全面调改，门店数量从 96 家大幅缩减至 20 家、全面收缩至湖南大本营，调改后店均日销售额从 9 万元跃升至 91 万元，25 年归母净利润达 1.1 亿元，实现扭亏为盈。永辉的情况则复杂得多，25 年录得亏损 25.5 亿元，门店从年初约 775 家关至年末约 400 家，调改相关损失约 11.8 亿元。但 26Q1 已出现拐点信号，公司实现利润总额 3.4 亿元（同比+74.7%），调改门店营收同比增长 16.6%，同店客流与销售时隔五年首次实现双增长。

区域型与全国型调改效果的分化，根源在于规模与管理的结构性差异。步步高将门店从 96 家大幅压减至 20 家，将管理半径锁定在湖南省内，这使得胖东来模式中最为核心的“信任重建”得以在一个可控的组织范围内落地，具体的调改举措包括提升基层员工月薪、降低主动流失率、门店发放奖金等。而永辉高峰期门店近 1,500 家、覆盖全国 30 余个省市，它的“胖改”本质上是在一个庞大、复杂的存量体系内同时做两件事，一边亏本关停尾部门店，一边对剩余门店逐店改造。调改带来的涨薪和服务升级推高了运营成本，但在全国供应链未能同步实现区域集约化的情况下，消费者对调改后的永辉反馈多是“装修好了、服务更礼貌了、但东西变贵了”。从尼尔森对已开展调改的超市企业的调研来看，当调改门店占比不超过 30%时，企业的销售与利润改善仍存在较大不确定性；而当调改进入规模化阶段（调改门店占比超过 30%），销售额和净利润实现增长的概率均达到 75%左右，这表明调改在体系化、规模化运营后增长成功率将大幅提高，永辉当前正处于从局部试点向规模化释放的过渡期，26Q1 业绩端的积极信号或为这一规模效应逐步显现的早期迹象。

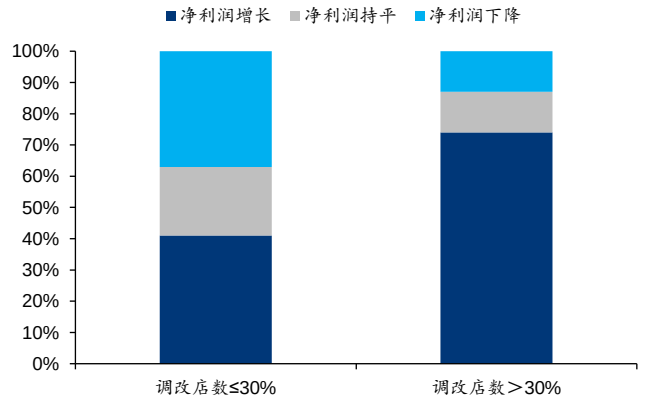
仅供内部参考，请勿外传

图表6：25 年销售额同比变化情况（基于企业整体表现）



注：数据来源于 CCFA26 年 1 月调研，N=54（有调改企业），调改店数占比指截至 26 年底，已完成调改的门店数量约占公司门店总数量（不含当年新开）的百分比；
资料来源：尼尔森，华泰研究

图表7：25 年净利润同比变化情况（基于企业整体表现）

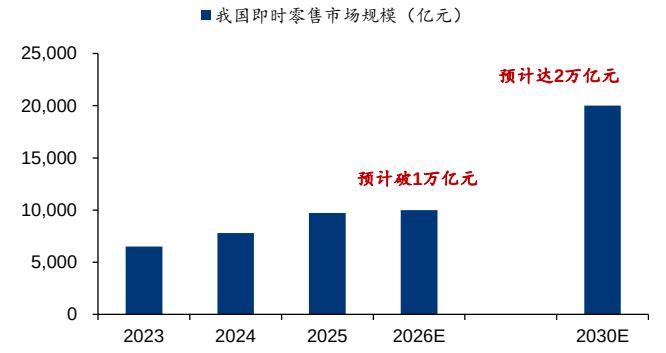


注：数据来源于 CCFA26 年 1 月调研，N=54（有调改企业），调改店数占比指截至 26 年底，已完成调改的门店数量约占公司门店总数量（不含当年新开）的百分比；
资料来源：尼尔森，华泰研究

胖东来模式的可复制边界逐渐浮出水面，我们认为胖东来自身的成功建立在“小规模+区域深耕+高利润分享”三个支点上：胖东来在许昌的市占率超 60%，基层员工月薪近万元、离职率仅 0.33%，自有商品和熟食实现了区域内的深度定制。这套模型在步步高的湖南根据地得到了验证，但永辉的困境说明，当门店规模、管理半径和资本结构发生量级变化时，“形似”（动线调整、商品更换、服务话术培训）并不难实现，“神似”（供应链深层重构、激励机制的利润分享、区域化选品的灵活决策）则需要更长周期的投入和组织变革。调改不是“抄作业”，而是在企业自身条件约束下找到与之匹配的转型路径。从行业整体来看，26Q1 永辉的拐点信号是一个积极迹象，但持续性仍需观察。

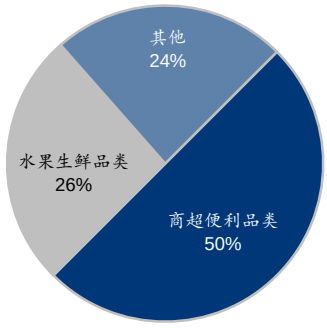
即时零售的快速渗透正为商超调改提供一个重要的增量抓手，调改门店在优化线下体验的同时，同步铺设线上配送能力，形成“线下调改+即时零售”的双轮驱动策略。截至 25 年 6 月，永辉已有 99 家调改门店开通线上业务，25H1 线上渠道实现营收 54.9 亿元，占总营收的 18.3%，前置仓订单在县域市场的年增速超过 54%。在模式上，永辉采取“仓店一体”与独立前置仓并行，调改门店承担线下体验和线上履约的双重功能，独立前置仓则用于填补关店后的区域空白、承接即时配送需求。截至 26 年初，永辉已在重庆开设前置仓超 40 个，西安首仓开业首日订单过万单、销售额超 60 万元。调改门店叠加“即时零售”的模式后，单店的服务半径从周边 1-2 公里扩展至 3-5 公里，线上增量成为调改门店盈利改善的重要补充。“近场履约”路径在行业层面亦有验证，据商务部研究院发布的《即时零售行业发展报告（2025）》，26 年我国即时零售市场规模或将突破 1 万亿元，预计到 30 年将达到 2 万亿元，“十五五”期间 CAGR 预计可达 12.6%；24 年商超便利品类占比约 50%，水果生鲜品类占比约 26%。永辉到家业务在 25 年已实现全面盈利，减亏 3,475 万元。

图表8：我国即时零售市场规模发展情况



资料来源：商务部研究院《即时零售行业发展报告（2025）》，华泰研究

图表9：24 年我国即时零售市场中的品类占比情况



资料来源：商务部研究院《即时零售行业发展报告（2025）》，华泰研究

仅供内部参考，请勿外传

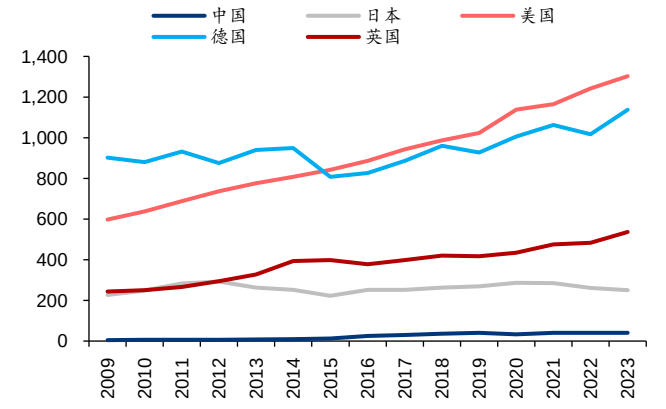
零食量贩：4 万家门店之后的饱和与转型

25 年零食量贩行业以超 4 万家门店、逾 1,176 亿元营收的体量，完成了从萌芽到万亿规模赛道的历史性跨越。截至 25 年年末，鸣鸣很忙门店数达 21,948 家，万辰集团达 18,314 家，两强合计市场份额超过 75%。在规模快速扩张的过程中，行业正从早期的“跑马圈地”阶段进入优化调整阶段——补贴政策逐步回归常态，一线城市门店加密后点位资源趋紧，单店月均销售进入平稳期。这些变化并非行业见顶的信号，而是业态走向成熟、竞争重心从规模扩张转向单店质量提升的自然过程。

万店扩张虽在放缓，但规模效应的释放仍有空间。从需求端看，量贩零食的核心客群即价格敏感型消费者，其渗透率在低线城市仍有空间，高线城市虽趋于饱和但可通过店态迭代挖掘存量。从供给端看，两强门店总数已超过 4 万家，但鸣鸣很忙与万辰集团的存货周转天数均处于行业较优水平，说明供应链效率尚有进一步优化的余地。当前真正的约束在于单店模型的承压，当门店密度持续上升导致单一门店客流被稀释，而加盟商投资回收期逐步延长，继续以补贴换规模的边际效益正在递减。行业共识正在从“拼点位”转向“拼供应链效率”，即通过深化自有品牌占比、提升区域仓储密度和优化配送频次来压缩加价率、释放单店利润空间。鸣鸣很忙与万辰集团 25 年盈利能力的提升共同说明效率改善已在发生，下一阶段的增长或将由效率提升而非门店扩张驱动。

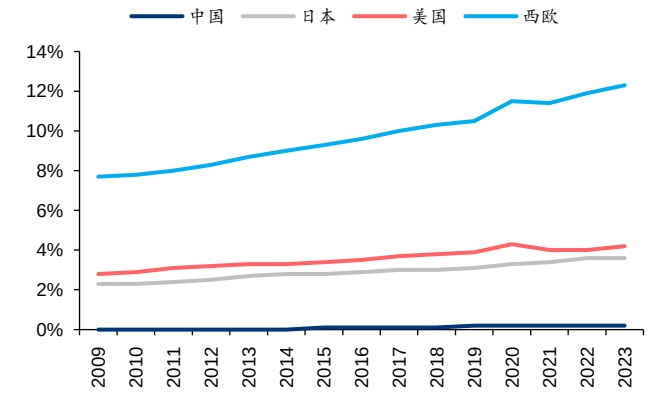
横向对比美国、欧洲和日本等发达市场，中国折扣零售的规模及其占线下零售的比例仍处于较低水平，未来存在较大的提升空间。据艾媒咨询，2023 年美国折扣零售市场规模已超过 1,300 亿美元，占线下零售总额的比例达 4.2%；西欧国家中，2023 年德国/英国的折扣营收市场规模分别为 1,138/537 亿美元，对应 10-23 年 CAGR 为 1.7%/5.8%，西欧区域折扣零售占线下零售总额的比例达 12.3%；日本 2023 年折扣零售市场规模为 251 亿美元，占线下零售总额的比例达 3.6%。相比之下，2023 年中国折扣零售在线下零售总额中的占比不足 1%，远低于上述发达市场。不过，近年来以乐尔乐为代表的硬折扣店、以好特卖为代表的软折扣店以及零食很忙等量贩零食专卖店在中国市场发展迅速，有望推动折扣零售业态的销售占比逐步提升。

图表10：主要国家和地区折扣零售市场规模（亿美元）



资料来源：艾媒咨询，华泰研究

图表11：主要国家和地区折扣零售占线下零售的比例



资料来源：艾媒咨询，华泰研究

部分头部品牌开始探索新的门店模型，以突破当前赛道的增长瓶颈。鸣鸣很忙已推出“有·推荐”（定位购物中心、主打更高的客单价），万辰集团也在推进“来优品省钱超市”等新业态。这些尝试的共性在于跳出“社区街边店+硬折扣”的既有范式，向更丰富的场景和更高客单价的方向延伸。但这些新模型能否跑通——即在租金成本显著提升的购物中心或商业综合体中，能否维持量贩零食核心的极致性价比定位——仍待市场验证。

仅供内部参考，请勿外传

新鲜零食：业态迭代，还是另一场资本叙事？

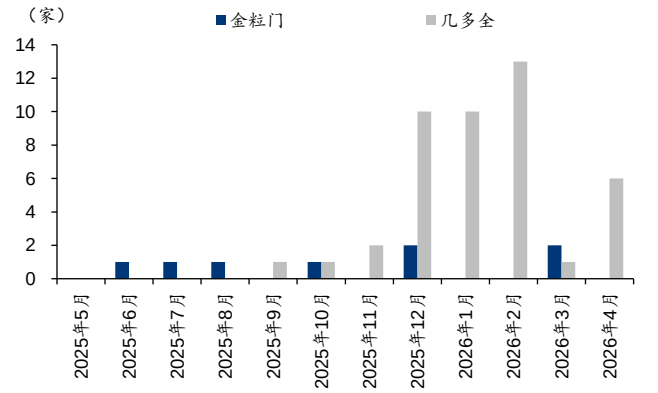
新鲜零食是近年来兴起的一种以“短保、现制、少添加”为核心特征的零食新业态，融合烘焙、卤味、炒货、现制饮品等多品类，通过明档现做将“新鲜”这一抽象价值具象化地传递给消费者，据头豹研究院数据，20-25 年新鲜零食市场规模从不足 50 亿元增长至约 180 亿元。我们认为，新鲜零食兴起的背后有三重驱动：一是年轻消费者对“清洁标签”与现制口感的追捧，叠加社交分享属性，倒逼品类体验升级；二是量贩零食已在性价比领域充分竞争，新鲜零食以“短保+现制+体验”构建了新的差异化壁垒，以高频产品迭代解决进店理由问题；三是头部品牌依托母公司的供应链优势，通过高自产与全国产能布局逐步夯实履约能力。从经营数据来看，该业态的盈利模型优于多数零售赛道，据零售商业财经，头部品牌客单价大致处于 45-60 元区间，毛利率多在 30%-40%之间，显著高于量贩零食 15%-20%的加价率水平（Foodaily 数据）。但赛道当前最核心的问题并非需求是否存在——消费者对新鲜零食的追捧已由金粒门等头部品牌的业绩所充分验证——而是商业模型的可复制性与扩张边界。

图表12：新鲜零食赛道发展阶段

萌芽期（2020–2021年）：品类开创与单店验证	赛道启动期（2024年）：新品牌入局与区域扩张	热度攀升期（2025年）：全国化扩张启动	扩张高峰期（2026年至今）：跨界混战与加速拓店
2020年金粒门在长沙开出首店（最初名为“金栗门”，仅聚焦板栗单品），被视为新鲜零食品类的开创者： 2021年金粒门从传统炒货正式转型为新鲜零食业态，更名为“金粒门”，大幅拓展品类，引入手工现制产品，将传统大包装迭代为小包装，首创“零食+奶茶+卤味”的大店复合业态。	**2024年更多品牌入局：** 一栗（沈阳起家）开始进入新鲜零食赛道，并于2024年12月在南京开出首店； 蒲妈妈从宁波起家，主攻浙江和福建市场； 几多全于2024年3月由臭豆腐品牌黑色经典内部孵化创立。 与此同时，金粒门在长沙区域持续复制，门店超过20家。	**2025年新鲜零食赛道进入热度爆发期：** 一栗加速全国布局，在南京、天津、北京等地开出首店，门店达六七十家； 几多全于2025年3月在长沙太平街开出首店，不到一年开出60余家自营门店，覆盖7省20余城； 金粒门在长沙、武汉、衡阳、株洲等地开出10余家店； 冷小可、久食山等一批新进入者入局。	**2026年赛道热度达到新高度：** 金粒门、几多全加快出省步伐，金粒门全国直营门店近30家，在深圳、广州、南京、杭州、武汉等城市的首店已完成签约；几多全全国门店突破100家，计划全年新开600至1,000家门店； 一栗全国直营门店近100家，覆盖北京、天津、南京、苏州、沈阳、哈尔滨等城市； 更多跨界品牌入局，如有·推荐（鸣鸣很忙旗下）于2026年1月在武汉开出首店；茶颜悦色、柠檬向右、有友食品等跨界加入；绝味新鲜零食于2026年“五一”期间在长沙与成都双店齐开。
单一品牌在区域市场完成单店模型验证，确立“现制现售、新鲜健康”的品类定位。	多品牌入局、区域龙头初步形成割据格局。	热度快速攀升，头部品牌从单店验证迈向规模扩张，行业由区域试点走向全国化。	跨界巨头纷纷入局，行业竞争从“品类内卷”升级为“全渠道业态比拼”。

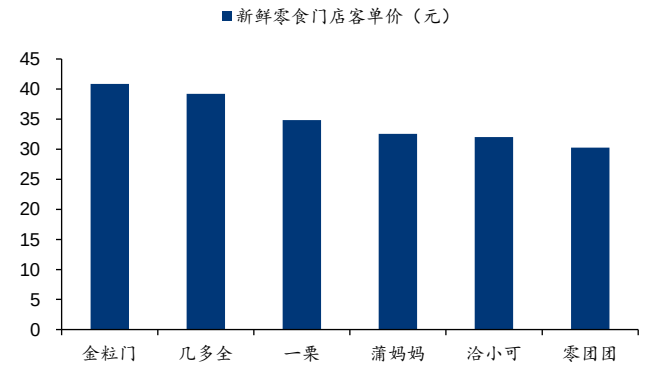
资料来源：Foodaily，华泰研究

图表13：金粒门、几多全近一年来的新开店节奏



资料来源：零售商业财经，华泰研究

图表14：部分代表性新鲜零食商店的客单价



资料来源：零售商业财经，华泰研究

从头部品牌的单店模型来看，新鲜零食的盈利可行性已得到验证，但前提条件苛刻。据 Foodaily，金粒门的标准店门店面积为 300-350 平方米，月销可达 600-800 万元，对应毛利率 35%-40%。这一模型的核心支撑来自三个环节：**1）选品创新能力驱动的爆品迭代：**金粒门的货盘每三个月完全更换一次，非标品生命周期控制在 3-6 个月，以此维持消费者的新鲜感和复购频率；**2）品牌势能带来的点位议价权：**金粒门属于商场高引流品牌，租金成本可低于普通品牌，人工与房租合计仅占月收入的~6%；**3）短保供应链的区域深耕：**核心品类依赖半径 350 公里内的区域代工厂，以此兼顾新鲜度与配送效率。

仅供内部参考，请勿外传

图表15：金粒门单店模型（以长沙区域 250 平方米的商圈店为例）

成本项目	单月金额（万元）	备注说明
月收入	400	
房租	15	占月收入~4%
人工成本	10	占月收入~3%，对应雇员约 15-20 人
水电杂费	4	占月收入~1%
进货成本	248	毛利率 35%-40%
损耗成本	12	占月收入~3%，其他品牌的损耗成本 5%-10%
包材成本	12	占月收入~3%
配送/物流成本	12	占月收入~3%
经营利润	87	
经营利润率	22%	

资料来源：海纳百卤，华泰研究

新鲜零食的主要竞争对象并非量贩零食门店，而是商场内的小吃餐饮业态，烘焙、茶饮、卤味、炸串等品类的客流是其优先争夺的目标。新鲜零食店通过多维的错位竞争，构建了独特的“优势聚合体”。它比传统炒货店更具价格亲和力且品类更丰富，比奶茶或点心店拥有更全的一站式零食品类，比便利店提供了更具温度与互动的消费体验。而新鲜零食与量贩零食的关系，更像是错位竞争而非简单的迭代替代，新鲜零食比主打低价的零食量贩店更强调短保新鲜以跳出价格战的泥潭。金粒门紧邻零食很忙开店会导致后者单店动销下滑，但对零食很忙集团整体的影响尚处于可控范围内。新鲜零食与量贩零食两者在消费场景上存在本质差异，量贩零食满足的是社区家庭的囤货需求，核心优势是极致性价比和便利可达；新鲜零食满足的是购物中心即时体验需求，核心优势是现制烟火气和社交分享价值。

图表16：新鲜零食与其他食品类零售业态的差异对比

业态	品类丰富度	现制体验	客单价区间（元）	核心价值主张
新鲜零食店	高（烘焙+卤味+坚果+饮品）	强（前台明厨、现做现售）	45-60	一站式新鲜体验
奶茶店	低（茶饮为主，零食为附属）	弱（仅饮品现制）	15-25	顺手买一包，增加乐趣
现制点心店	中（专注糕点）	中（部分现烤，多数中央配送）	30-50	国潮打卡，社交货币
高端炒货店	低（聚焦炒货坚果）	弱（多为复热或分装）	50-80	产地直采，高端品质
零食量贩店	高（海量预包装 SKU）	无（纯货架式销售）	20-35	多快好省，囤货首选
社区便利店	中（饮料、预包装零食、方便食品为主）	弱（仅有加热冲泡无现场制作）	10-25	便利应急，即时满足

资料来源：恒成研究院，华泰研究

头部量贩玩家对新鲜零食赛道的布局，更多是战略防御而非主攻方向。鸣鸣很忙推出“有·推荐”、万辰推出来优品省钱超市等第二品牌，均指向购物中心场景和更高的客单价区间，但其核心逻辑并非全面转向新鲜零食，主因担心食安问题影响其各自庞大的门店基本盘，而是通过体外投资相关团队进行卡位。这一态度本身就说明，新鲜零食在规模化和标准化方面与量贩模式存在根本性差异。

我们认为，新鲜零食门店的扩张核心约束在于短保供应链的区域特性与规模化之间的矛盾。短保产品依赖区域代工厂，覆盖半径仅 350 公里，每进入一个新区域都需要重新搭建供应链体系，筹备周期长达 8-9 个月。几多全的案例从反面印证了这一逻辑，其 3.0 门店完全复制金粒门的 SKU 结构，但没有真正解决短保供应链的问题，因而无法支撑消费者的口感体验和复购率。我们认为，新鲜零食的未来格局将以区域品牌为主，开店节奏约每年 100-300 家，不具备量贩零食式指数级扩张的条件。全国性品牌或将存在，但数量预计较为有限，且其扩张速度受制于选品团队的持续输出能力与区域供应链的逐一搭建周期。

仅供内部参考，请勿外传

小结

从前文的逐一审视出发，四条赛道在短期动能与长期持续性两个维度上呈现出鲜明的分化态势。

会员制商超：当前水温最高的赛道，但热度集中在山姆一家。山姆 25 年新增 10 家门店，实现销售额超 1,400 亿元、同比增长约 40%，线上渠道的收入占比突破 50%，“先仓后店”模式在二三线城市的系统性验证进一步打开了下沉市场的空间。但 Costco 入华七年仅七店/续卡率约 60%、盒马 X 会员店全面关停等案例说明这一赛道的壁垒不在“会员制”本身，而在本土化供应链和线上履约能力的综合构建。长期来看，山姆的单店产出大致相当于 15-20 家传统大卖场的营收总和，其对传统商超的挤出效应将随门店持续加密而从高线城市向下传导。

商超调改：正处于从局部验证到规模化释放的拐点阶段。步步高以门店从 96 家压缩至 20 家、店均日销实现跃升的实践，验证了区域型调改的可行性；永辉虽在 25 年亏损 25.5 亿元，但 26Q1 的业绩端已释放出积极信号。即时零售的快速渗透正为商超调改提供一个重要的增量抓手，调改门店在优化线下体验的同时，同步铺设线上配送能力，形成“线下调改+即时零售”的双轮驱动策略。尼尔森调研数据显示，当调改门店占比超过 30%时，企业销售额和净利润实现增长的概率均达到 75%左右，意味着调改的规模效应将在体系化推进后显著释放。当前阶段的核心矛盾在于，全国性连锁的调改涉及庞大存量体系的逐店改造和供应链重塑，需要更长的周期才能体现规模效应，但方向已基本明确。

零食量贩：正处于从规模扩张向效率驱动的转型期。截至 25 年年末，零食量贩行业以超 4 万家门店、逾 1,176 亿元营收的体量完成了从萌芽到万亿赛道的跨越，但单店月销下滑、补贴政策退坡、一线城市门店加密趋于饱和等信号表明，“跑马圈地”的阶段正在收尾。真正积极的变化在于效率指标的改善，鸣鸣很忙与万辰集团的盈利能力均有所提升，说明行业重心正在从“拼点位”转向“拼供应链效率”。下一阶段的增长将更多来自自有品牌占比提升、区域仓储密度优化和配送频次改进等精细化运营手段，而非单纯的门店数量扩张。

新鲜零食：水温偏热，但路径尚未完全清晰。新鲜零食是近年来兴起的一种以“短保、现制、少添加”为核心特征的零食新业态，以行业龙头企业金粒门为例，其以 250 平方米门店月销 400 万元、经营利润率 22%、投资回收期 3-6 个月的业绩，验证了单店模型的经济可行性。但新鲜零食的核心约束在于短保供应链的区域半径（代工厂覆盖半径约 350 公里）和选品能力的持续输出，这使得行业的扩张节奏天然受限——我们预计每年约开店 100-300 家，而非量贩零食式的指数级增长。头部量贩玩家对这一赛道的布局均以体外投资的方式进行，侧面印证了其在规模化和标准化方面与量贩模式的根本性差异。我们预计行业终局将以区域品牌为主，全国性品牌数量或较为有限。

图表17：各业态的月销售额/经营净利率/回收期对比

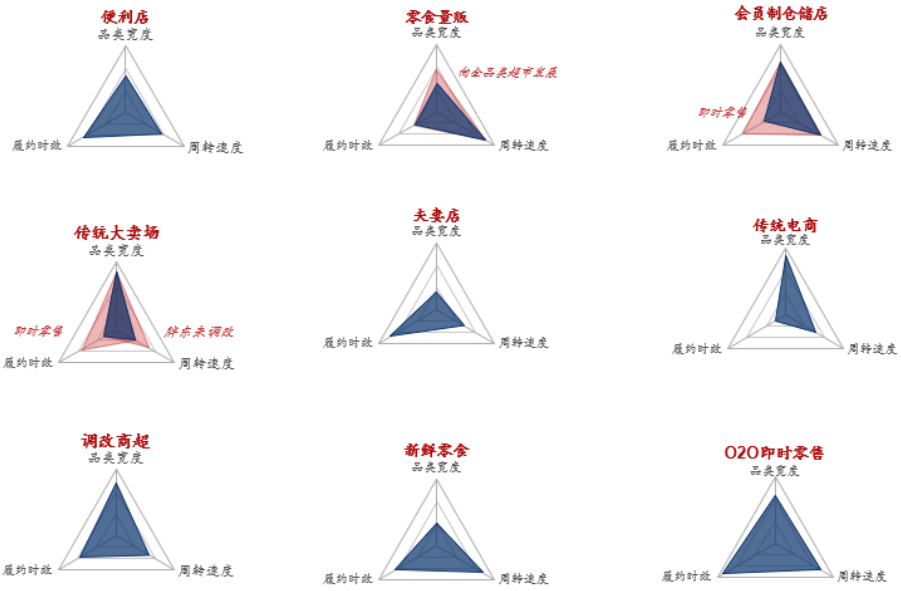
	会员制超市（以山姆为例）	调改商超（以步步高为例）	新鲜零食	量贩零食	在家餐食	生鲜蔬果	风味小吃	休闲饮品
单店月销	1.7-2.5 亿元（小店），2.5-4.2 亿元（大店）	2,500-3,000 万元	200-400 万元	20-30 万元	8-20 万元	25-50 万元	6-14 万元	10-35 万元
毛利率	25%	20%-22%	30%-40%	15%-20%	30%-40%	15%-25%	30%-50%	50%-60%
经营净利率	10%（含会员费贡献）	-	15%-25%	5%-8%	10%-15%	2%-5%	5%-25%	12%-20%
初始投资额	4 亿元（重资产拿地+建设+装修改造等）	调改投入 2,000-3,000 万元	200-300 万元	30-60 万元	20-25 万元	30-60 万元	18-35 万元	35-80 万元
投资回收期（月）	24	-	7-9	18-30	10-20	18-36	12-24	12-22

注：步步高的调改投入含装修、设备升级、胖东来指导费用等；

资料来源：艾瑞咨询，零售商业财经，海纳百卤，华泰研究

仅供内部参考，请勿外传

图表18：中国主要零售业态在“品类宽度*周转速度*履约时效”的三角约束情况



资料来源：华泰研究

当前零售渠道的激烈分流，本质上不是简单的“消费降级”或“消费升级”，而是不同渠道对客群进行主动筛选的结果。会员店与折扣店看似方向相反（一个走品质路线、一个走性价比路线），但共享同一个底层逻辑——不试图服务所有人，只把自己要服务的那一层客群体验做透。

高线渠道（山姆为代表）：高净值用户的自留地。山姆通过会员费主动筛选客群，锁定的是那些“愿意为确定性买单的人”——品质稳定、选品精炼、决策简单，价格高一点可以接受，但不愿花时间纠结。

中间层级（传统商超）：双向流失的“夹心层”。被会员店与折扣店夹击的，是过去最主流的“中位价”策略——品类全、价格适中，试图覆盖所有需求。据腾讯智慧零售调研，25年传统大卖场整体消费者数量下降4%；与此同时，付费会员制超市用户忠诚度最高，首选用户在该渠道的钱包份额达62%；社区折扣超市首选消费者数量同比增长118%。这意味着价格敏感的顾客觉得传统商超不够极致，转向折扣店；追求品质的顾客觉得不够品质，转向会员店。两头的客群都在流失，剩下“懒得换”的消费者客单价和复购率都较低。在渠道迁移的具体路径上，据腾讯智慧零售调研，25年传统大卖场的新增首选消费者中，58%来自其原有首选用户，18%来自付费会员制超市，11%来自电商平台；而大卖场自身则面临被付费会员制超市分流12.1%、被前置仓分流8.6%的净流出压力。

低线渠道（量贩零食及折扣店等）：价格敏感型客群的集中地。量贩零食店和社区折扣超市锁定的是对价格高度敏感的人群——要的就是便宜、直接、不用比价。这类渠道通过性价比快速铺开，在低线城市尤其具有渗透力，其客群与山姆等会员店的客群在收入层级和消费动机上存在区隔，交集有限。

中间层级消费者的流向：双向挤压下的“空心化”。综合来看，山姆与量贩零食店的客群并非完全割裂，两者之间存在一个被忽视的“中间地带”：一部分收入尚可但消费趋向理性的家庭，在品质追求与价格敏感之间摇摆，既可能在山姆购买核心品类（如烘焙、乳制品等），又在量贩渠道补充零食等非核心品类。但更值得关注的是传统商超的“空心化”——其“中位价”定位在两端挤压下正失去明确的价值主张。对于大众品企业而言，这意味着品牌需要在渠道策略上做出清晰的选择，是跟随山姆做高净值用户的品质溢价，还是跟随折扣店做价格敏感用户的规模效应，抑或在中间地带找到差异化的生存空间——但“试图服务所有人”的旧逻辑，在今天的零售格局中或已难以为继。

仅供内部参考，请勿外传

渠道变革对传统商超的客流挤出效应，并非“一家新店分流周边 X 家商超”的线性替代，而是通过单店效能碾压、渠道份额侵蚀与客流路径迁移构成的系统性结构性挤压。从单店效能看，据山姆官网，2025 年山姆中国单店年均销售额超 22 亿元，坪效为传统超市的 3 倍以上，头部门店年销售额达 36.7 亿元，大致相当于周边 7-12 家传统大卖场的总和，这种量级差异意味着山姆每进入一个区域，便对周边商超的营收形成近乎对等的挤压空间，仓储会员店与传统大卖场渠道份额的此消彼长之间是消费者购物篮的迁移。据中国连锁经营协会（CCFA）对 2025 年连锁超市经营情况的摸底调查，2025 年全国大型超市闭店 832 家，相当于日均关闭 2.3 家，传统商超的收缩并非孤立现象，而是会员店、折扣店、即时零售等多重力量对传统渠道的系统性挤出。对于大众品企业而言，这意味着大卖场作为核心分销通道的价值正在被稀释，品牌亟需重新评估渠道投入产出比，并在会员店、折扣店等新兴渠道中重新建立陈列面。

仅供内部参考，请勿外传

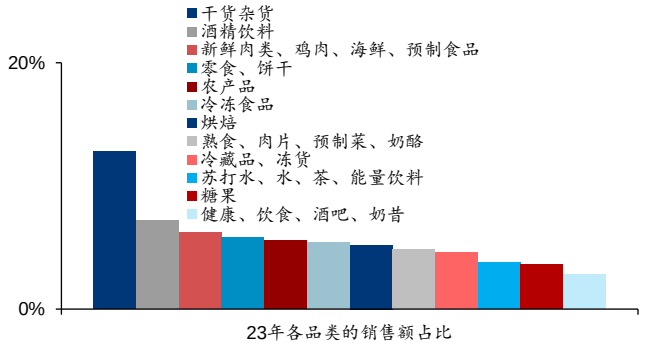
渠道变革对大众品各品类的冲击图谱

上述新渠道逐步成为食品饮料企业的新增量与新战场，但渠道变革对不同品类的影响并不均衡，大体与四个因素相关：产品的标准化程度、产品的加价率、白牌的可替代性（与品牌心智&食品安全的重要性关联）、渠道集中度。通常情况下，产品标准化程度越高、产品的加价率越高、品牌溢价越薄、销售渠道越分散，该品类受到的冲击就越大。反之，以餐饮渠道为主、家庭刚需粘性强、品牌认知壁垒高的品类，受冲击相对较小。**本章节首先梳理各新渠道的品类结构特征与自有品牌渗透趋势，并在此基础上对大众品各细分板块的受影响程度做出评估；另外我们复盘了美国仓储会员店与日本硬折扣店的食品品牌发展情况，从中提炼出可跨市场复用的规律。**

各新渠道的品类结构特征与自有品牌渗透趋势

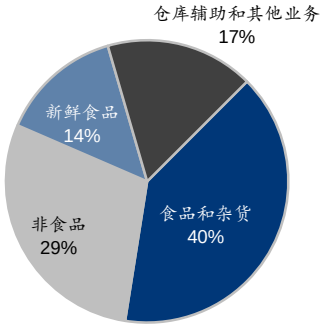
会员制商超：以山姆为代表的会员制商超在品类构成上呈现“少而精”的典型特征。山姆会员店的 SKU 总数在 3,500-5,000 个左右，约为传统超市的十分之一，单个品类仅保留 1–3 款精选商品，核心聚焦烘焙、生鲜、冷冻食品、母婴及个护等中产家庭高频消费场景。**1）从品类结构看：**食品类占据主导地位——参考美国三大仓储会员店的食品类 SKU 占比从 2004 年的 36.1%提升至 2023 年的 45.1%；中国上海某会员店中食品和杂货&新鲜食品合计贡献超 50%销售额（据头豹研究院）。**2）从品类特征看：**山姆会员店的自有品牌 Member's Mark 扮演关键角色，自有品牌的 SKU 占比约 30%，销售额贡献达 30%-40%，在烘焙、冷冻食品等品类的渗透率更高，2021 年山姆会员店食品类内部自有品牌销售额占比达 46%，显著高于海外品牌（37%）和本土品牌（17%）的销售额占比。总体来看，会员制商超以食品为基本盘、以自有品牌为核心抓手，同时通过适度引入外部品牌实现结构优化，形成“精而深”的品类护城河。

图表19：美国三大仓储会员店 23 年销售额占比：零食饼干类排名第四



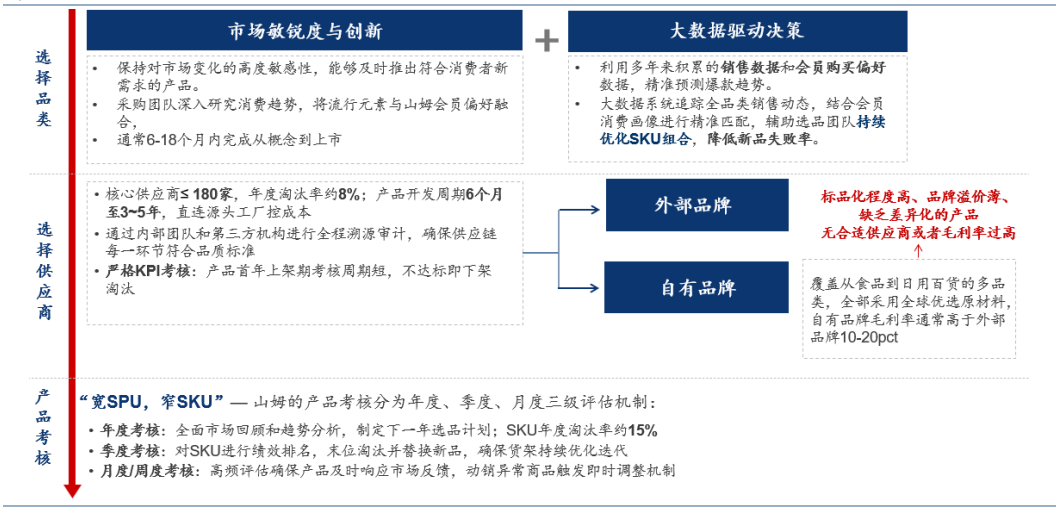
资料来源：头豹研究院，华泰研究

图表20：2021 年上海某会员制超市食品类所属品牌占比



资料来源：头豹研究院，华泰研究

图表21：山姆的选品流程



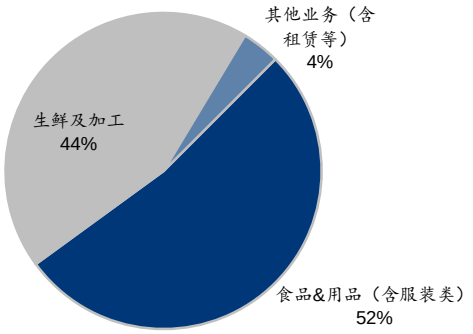
资料来源：头豹研究院，华泰研究

仅供内部参考，请勿外传

调改商超：以永辉、步步高等为代表，调改商超的品类变革方向与传统商超形成鲜明对比，核心动作是精简 SKU、提升生鲜和短保品类的占比、引入差异化自有品牌。1）从品类结构看：传统商超以“通道费模式”运转，SKU 数量通常在 1-3 万个之间，品牌商进场费和陈列费是重要的利润来源，导致货盘中同质化的第三方品牌商品占比较高。而商超调改的核心变化在于压缩 SKU 数量、提高生鲜和食品类的占比，并引入胖东来自有品牌（DL 系列）作为差异化商品。永辉 26Q1 整体毛利率同比提升，调改对品类结构优化的效果已初步体现。**2）从品类特征看：**调改商超正在从“通道费模式”转向“商品力模式”，自有品牌的战略地位逐步提升。这一转变对品牌商的影响是双重的，一方面，调改带来的品质升级和客流回升为品牌商提供了增量销售机会；另一方面，自有品牌占比的持续提升将逐步压缩第三方品牌的货架份额，尤其在生鲜、烘焙、基础食品等品类中表现最为明显。

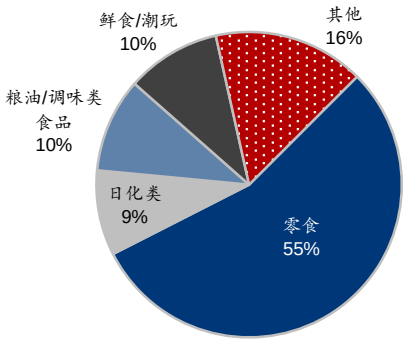
零食量贩：量贩零食渠道在品类构成上呈现清晰的“引流品+利润品”的双层结构，核心逻辑是以高频刚需的标品引流、以白牌散装商品贡献利润。1）从品类结构看：鸣鸣很忙 25 年整体毛利率为 9.8%，万辰集团量贩零食业务毛利率为 12.3%，均处于“低毛利”的运行区间，这一毛利水平与上述公司以白牌商品为主的货盘结构相互印证——白牌商品去掉了品牌溢价和经销商环节，终端价格更低，但也使门店的整体毛利空间天然受限。**2）从品类特征看：**量贩零食的门店货盘高度依赖白牌及渠道定制商品，25 年起鸣鸣很忙推出红标（同质低价）和金标（高质中高价）两大自有品牌系列，目前覆盖饮料、牛奶、冰淇淋、日化、冻品、零食、酒水等 30 多个品类，产品做到极致性价比，万辰同步跟进自有品牌布局，核心驱动在于自有品牌可贡献显著高于综合毛利率的利润水平。总体来看，量贩零食以“大牌低价引流+白牌散装盈利+自有品牌增厚毛利”三层模型，构建了与传统商超和电商截然不同的品类结构，白牌和自有品牌在其中的主导地位决定了该渠道对品牌商传统溢价体系的冲击力最强。

图表22：永辉超市 25 年品类结构（占总营收的比例）



注：公司生鲜及加工类产品占总营收的比例从 25H1 的 38%提升至 25 年全年的 44%，表明调改后生鲜产品占比明显提升；
资料来源：永辉超市公司公告，华泰研究

图表23：零食量贩样本店的品类结构（SKU 占比）

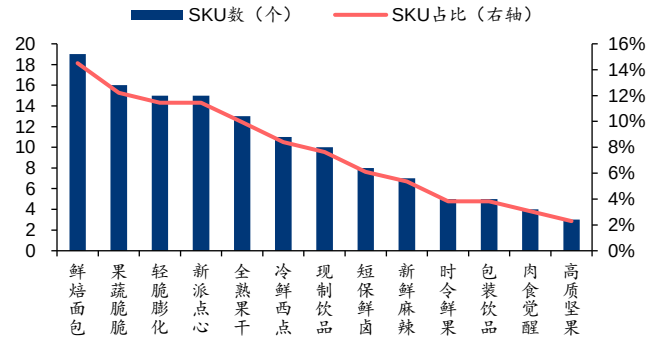


资料来源：尼尔森，华泰研究

新鲜零食：新鲜零食在品类构成上与传统零食渠道存在本质差异，核心特征是以“短保、现制、少添加”为品类边界，以自有品牌为货盘主体。1）从品类结构看：新鲜零食门店的 SKU 数量通常在 300-800 个之间，约为传统零食店的三分之一，约 40%为 30 天以内的短保商品，涵盖烘焙、卤味、炒货、现制饮品等品类，通过高频产品更新维持消费者新鲜感。**2）从品类特征看：**新鲜零食渠道的货盘几乎全部为自有品牌或区域代工厂定制产品，不依赖第三方品牌供应，因此在产品差异化和溢价能力上显著高于其他零售业态。金粒门等新鲜零食渠道高毛利的核心支撑即来自“自有品牌+短保现制”带来的产品溢价。总体来看，新鲜零食可视为自有品牌的极致形态——品牌即渠道、渠道即品牌，第三方品牌在该渠道中的参与空间相对有限。

仅供内部参考，请勿外传

图表24：金粒门样本门店 SKU 数分布



资料来源：金粒门官方小程序（长沙万家丽店），华泰研究

图表25：量贩零食与新鲜零食的模式对比

	量贩零食	新鲜零食
SKU数量	2,000+个（大而全）	300-800个（宽类窄品）
产品生命周期	长保标品为主	约40%为30天内短保产品
选址逻辑	县域商业街、下沉社区（满足家庭计划采购）	高线城市核心商圈（如武汉武商梦时代、长沙五一广场等）
毛利结构	15%-20%（依赖规模与高周转）	35%-45%（品质溢价与体验支撑）

资料来源：极致零售研究院，华泰研究

自有品牌与白牌已成为各新兴零售业态压低成本、构建差异化竞争力的核心抓手，其渗透率在不同渠道呈现显著的分层特征。据极致零售研究院，硬折扣超市代表奥乐齐的自有品牌占比超过 90%，几乎完全以自有产品驱动运营；会员制商超中，Costco 与山姆的自有品牌销售额占比均处于 30%-40%区间，大润发 M 会员店的自有品牌销售额占比亦超过 30%，在食品及高频品类中贡献突出；永辉调改店当前自有品牌渗透率约 5%，但公司设定了 2029 年提升至 40%的明确目标，反映出全国性连锁商超正利用自有品牌加速追赶；量贩零食业态则呈现不同路径，白牌商品占门店收入的 60%-80%、贡献 30%以上毛利，成为该业态低价引流与盈利平衡的关键。这一分层渗透格局对品牌制造商而言，既构成“被替代”的潜在风险——货架上的品牌排面正被自有品牌逐步挤占，也带来“代工增量”的转型机会——头部代工厂因规模与品控优势成为渠道商优先合作的对象。

图表26：各渠道的自有品牌/白牌占比

渠道/业态	自有品牌或白牌占比
奥乐齐	自有品牌占比＞90%
Costco 与山姆会员店、大润发 M 会员店	自有品牌占比＞30%
永辉调改店	当前自有品牌渗透率约 5%→29 年目标 40%
量贩零食	白牌商品占门店收入的 60%-80%

资料来源：极致零售研究院，华泰研究

自有品牌与白牌的崛起正在从代工与供应链两个环节重塑大众品产业链格局。在代工环节，渠道变革的核心影响是代工订单从品牌商向渠道商转移——过去代工厂服务品牌商，品牌掌握配方与定价权；如今山姆、盒马等渠道商凭借选品背书直接向代工厂定制自有品牌产品，代工厂的客户结构从“品牌为主”转向“渠道为主”。这一转变倒逼代工厂提升研发、品控与规模化交付能力，头部代工厂因更易通过渠道商的严苛“审厂”而获得更多订单；量贩零食行业同样如此，TOP10 品牌控制接近八成的市场份额，总部凭借万店规模优势与上游工厂合作开展低价直采，代工订单正加速向具备规模与品控优势的头部代工厂集中。与此同时，传统快消品牌开始承接渠道商的代工订单以消化闲置产能，但渠道商要求“列出所有成本明细”，代工毛利率往往低于自主品牌；更棘手的是，品牌商为渠道代工的产品最终要在货架上与自有品牌正面竞争——“用自家配方抢自家生意”成为一线快消品牌不得不面对的现实，这一矛盾客观上加速了中小代工厂的出清，推动代工环节集中度被动提升。

仅供内部参考，请勿外传

在供应链环节，渠道变革同样深刻重塑了上游的流通结构与产能布局。零食量贩模式绕开多级经销商，直接对接工厂集中采购或贴牌生产，终端价格低于传统商超，“上游直供-中游统配-下游加盟零售”的全链路模式使得工厂从幕后走向台前，经销商地位被削弱，工厂与消费者之间的距离被压缩；即时零售则进一步对制造企业的供应链提出更高要求，半小时达的履约效率倒逼上游产能向区域前置仓靠近，生产逻辑从“大批量、长周期”转向“小批量、高响应”，推动工业制造业的数字化与柔性化升级。综合来看，代工环节的集中化与供应链环节的扁平化共同构成了渠道变革对上游的系统性影响——前者重塑了“谁在生产”的订单分配格局，后者改变了“如何流通”的物流与产能布局。对于大众品企业而言，上游的竞争壁垒正在从“品牌溢价”转向“供应链效率”与“代工服务能力”的双重比拼，品牌商需要在“被替代”的风险与“代工增量”的机会之间重新定位自身的产业链角色。

横向对比：哪些品类更容易被新渠道冲击？

围绕产品的标准化程度、产品的加价率、白牌的可替代性、渠道集中度等核心要素，各大众品品类在渠道变革中的受影响程度呈现清晰的分层。

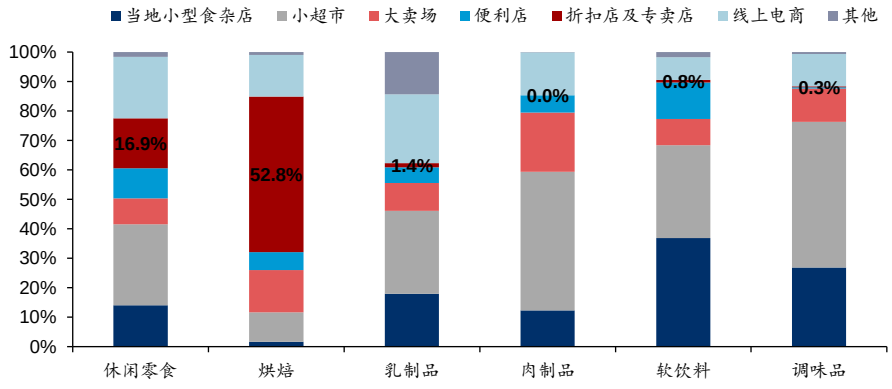
受影响较大的品类（休闲零食、烘焙）：产品标准化程度高、产品加价率较高、代工体系成熟，叠加需求变化快、消费者需求的个性化程度较高，因而白牌和渠道自有品牌可实现低成本复制，单一品牌很难形成较高的市占率；品牌的渠道集中度低（尤其是休闲零食与烘焙产品相对其他食品的渠道结构更为分散），消费者“好吃不贵”的决策逻辑下偏好白牌，量贩零食等新渠道以白牌货盘直接挤压品牌溢价，传统品牌被迫转向“性价比”战略。

受影响居中的品类（乳制品、速冻食品）：品类内部结构分化显著，基础白奶标准化程度高、白牌替代性强，但功能性乳品护城河稳固；速冻米面制品以 C 端渠道为主导，速冻火锅料 B 端渠道占比较高，因而两者的防御性存在差异，预制菜行业高度分散，受渠道变革的冲击预计较大。总体看，乳制品与速冻食品品类的内部分化缓冲了本轮渠道变革的整体冲击。

受影响较小的品类（软饮料、调味品）：产品标准化程度虽然不低，但品牌企业的渠道集中度高、深度分销形成深厚壁垒（如饮料的终端网点建设与冰柜陈列、调味品的餐饮渠道深度绑定等），白牌在短时间内难以渗透。同时，软饮料与调味品品类具备高频刚需、客单价不高和强口味/品牌心智等特征，白牌的整体复购率较低。美日的折扣店与会员店业态发达但调味品 CR5 仍维持高位，也从侧面印证了调味品品类在渠道变革中的防御性。

综上，产品标准化程度高、产品加价率高、白牌可替代性强、渠道集中度低的品类（如休闲零食等）在渠道变革中的受影响程度首当其冲；上述四个要素中有 1-2 项具备保护壁垒的品类（如乳制品、速冻食品等）受影响的程度居中；各项均占优的品类（如调味品等）则在本轮渠道变革中表现出较强的防御属性。

图表27：25 年分品类的渠道结构对比：休闲零食与烘焙产品相对其他食品的渠道结构更为分散



资料来源：欧睿，华泰研究

仅供内部参考，请勿外传

影响较大品类一：休闲零食正处于渠道变革冲击的核心地带

休闲零食是渠道变革中受影响最大的品类，四个“高替代风险”特征兼备：产品标准化程度高、产品加价率高、品牌溢价薄、渠道集中度在食品品类中相对偏低。

从品类特征角度看：休闲零食的生产工艺成熟、品质差异小、代工体系完备，白牌和渠道自有品牌可以轻易复制核心品类（肉干、坚果、膨化食品等），且消费者在购买时品牌忠诚度较低，“好吃不贵”的决策逻辑天然偏好白牌商品。

从传导路径角度看：量贩零食以白牌及自有品牌占门店收入主体的货盘结构，直接对传统品牌形成双重挤压——既要与白牌拼价格，又要在有限的货架空间内与渠道自有品牌争份额，头部品牌被迫做出调整，三只松鼠转向“高端性价比”战略，盐津铺子通过量贩渠道实现逆势增长，说明在渠道变革中，品牌商与新兴渠道进行深度合作、提供适配的渠道专供产品，是可以实现共赢的。

从渠道分化角度看：新鲜零食渠道为高端化、短保化提供了新通路，但该渠道体量尚小（行业预估门店容量约 1 万家），且对选品和供应链能力要求较高，短期内或难以承载传统品牌的存量转移。

总体来看，休闲零食正处于渠道变革冲击的核心地带，品牌溢价正在系统性让位于供应链效率，“去品牌化”的趋势在该品类中最为显著，拥有自有工厂和差异化产品的品牌有望在这一轮洗牌中胜出，而单纯依赖渠道覆盖和品牌营销的中间层品牌或将持续承压。

图表28：24-25 年零食企业的渠道结构梳理

	2025年财务数据				2025年渠道结构					2024年渠道结构				
	收入（亿元）	收入增速	毛利率	扣非净利率	会员制商超	零食量贩	电商	海外	国内传统渠道	会员制商超	零食量贩	电商	海外	国内传统渠道
洽洽食品	65.74	-7.8%	23.4%	3.8%	5%	11%	14%	9%	62%	2%	8%	11%	8%	71%
盐津铺子	57.62	8.6%	30.8%	12.4%	6%	30%	16%	3%	45%	2%	28%	22%	1%	47%
卫龙美味	72.24	15.3%	48.0%	19.7%	4%	25%	12%	1%	58%	3%	22%	11%	1%	63%
劲仔食品	24.43	1.3%	29.3%	8.2%	0%	28%	10%	1%	60%	0%	10%	16%	1%	73%
甘源食品	20.96	-7.1%	34.8%	9.1%	8%	26%	16%	6%	45%	10%	24%	11%	9%	46%
西麦食品	22.40	18.1%	42.0%	7.2%	1%	5%	35%	3%	56%	0%	4%	30%	3%	60%
好想你	13.28	-19.0%	29.1%	-5.0%	14%	10%	28%	1%	48%	2%	8%	28%	1%	61%
有友食品	15.89	34.4%	25.7%	9.9%	30%	10%	6%	1%	53%	8%	5%	6%	1%	80%

资料来源：Wind，各公司公告，华泰研究

影响较大品类二：烘焙品类中的渠道分化加速演绎

烘焙是受渠道变革冲击较为显著的品类，核心原因在于其品类内部长保与短保的分化、以及量贩零食/会员店自有品牌/餐饮渠道对于传统饼店的多重夹击。

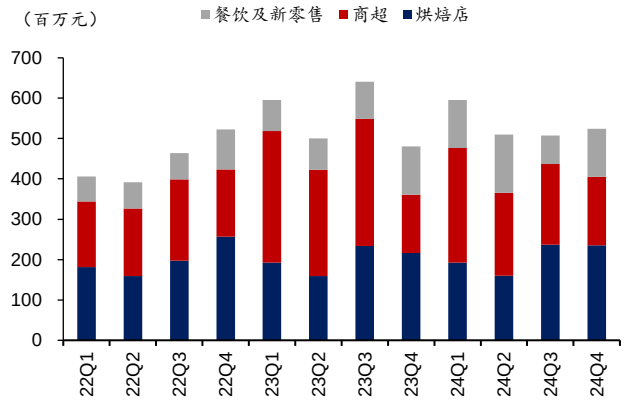
从品类结构角度看：长保烘焙受量贩零食渠道的白牌冲击最为直接，短保烘焙则面临会员店现制烘焙和新鲜零食渠道的竞争。山姆瑞士卷、榴莲千层等明星单品销售表现持续亮眼，会员店现制烘焙崛起的本质原因在于供应链革新，以“现制体验+大包装低价”重构了消费者对烘焙品类的价格预期。新鲜零食渠道中烘焙是第一大品类，金粒门等品牌以短保现制实现差异化，进一步挤压了传统预包装烘焙的市场空间。

从渠道结构角度看：商超仍为预包装烘焙的主要渠道，但销售占比持续下滑；便利店与线上渠道增速领先，而传统饼店正面临三重夹击：1）量贩零食渠道以白牌烘焙和散装膨化占据货架黄金位置，分流了饼店的即时消费场景；2）山姆、Costco 等会员店自有品牌凭借更具性价比的烘焙产品（以山姆烘焙坊的大单品为例，山姆会员店的麻薯单价甚至不到传统饼房的 1/3）及核心堆头资源，抢占了家庭批量采购需求；3）餐饮渠道（如茶饮/咖啡门店、酒店自助餐等）现制烘焙产品持续蚕食饼店的休闲与社交消费场景。三重压力之下，传统饼店的客流与份额被不断挤压，渠道变革的冲击已从商超货架蔓延至线下烘焙业态本身。

从行业格局角度看：目前烘焙食品行业正逐步形成“哑铃型”结构，头部品牌和渠道自有品牌占据两端，中间层的传统品牌持续承压。

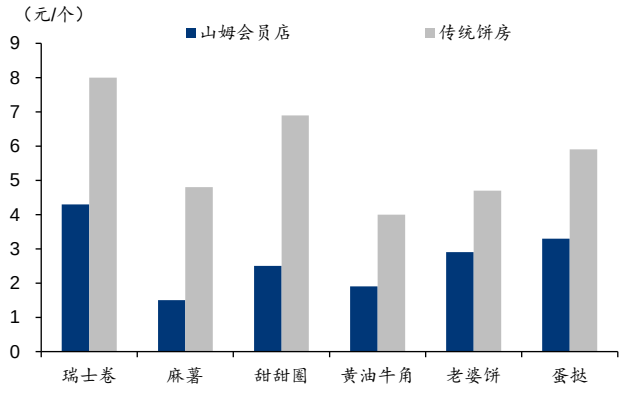
仅供内部参考，请勿外传

图表29：立高食品冷冻烘焙业务分季度渠道结构拆分



注：25Q1 以来公司未披露分季度的冷冻烘焙业务渠道结构；
资料来源：立高食品公司公告，华泰研究

图表30：山姆会员店与传统饼房产品单价对比：山姆性价比优势突出



注：我们选取了饿了么 App 中单品销量较高的烘焙店，如苹果花园、红宝石、多乐之日等；
资料来源：山姆会员商店 App，饿了么 App，华泰研究

影响居中品类一：乳制品中基础白奶或面临替代压力，但功能性乳品的护城河较高

乳制品品类受渠道变革的影响居中，但品类内部分化显著。基础白奶或面临白牌替代和折扣渠道分流的压力，功能性乳品的品牌护城河相对稳固。

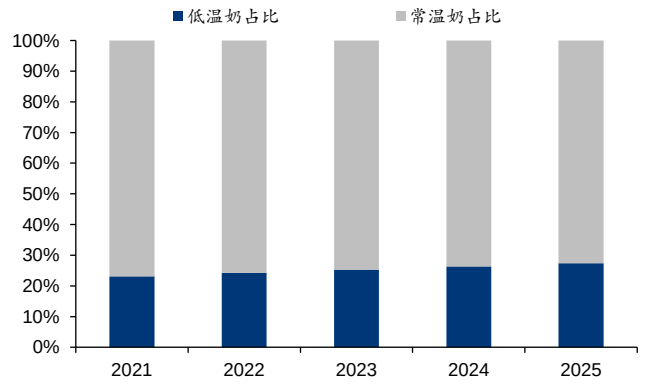
从品类结构角度看：2025 年我国液态奶市场规模为 2,377.1 亿元，其中常温液态奶的占比从 2021 年的 76.9%降至 72.6%，低温液态奶的占比从 2021 年的 23.1%升至 27.4%（据观研天下）。液态奶品类内部正在经历“常温趋弱、低温走强”的结构性切换，这一变化的背后与渠道变革密切相关，低温奶的渗透率提升很大程度上得益于即时零售解决了冷链配送的“最后一公里”问题，社区团购及即时零售在低温奶销售中的占比已显著提升，超越传统商超成为重要渠道，会员店的大包装鲜奶和酸奶也为头部乳企提供了增量通路，以上均为新渠道对乳制品销售的正向赋能；而常温奶占比下滑，除了消费升级因素外，也与白牌和折扣渠道对标准化基础白奶的分流有关，地方性白牌通过社区团购和区域冷链快速渗透，渠道自有品牌鲜奶通过价格优势和便利性蚕食了部分品牌常温奶的市场份额。品类内部的分化，本质上反映了新渠道对乳制品不同子品类正反双向影响的差异化传导。

从消费场景角度看：从液态奶的消费场景构成来看，自购买渠道占比 82.6%，礼赠渠道合计占比 17.4%，其中亲友赠送占比 16.0%、单位福利占比 1.4%（据经济日报）。在礼赠场景中，品牌乳品的可替代性较弱，品牌溢价与社交价值构成天然壁垒；而自饮场景中，基础白奶因产品品质标准化、价格敏感度高，品牌的可替代性较强。此外，政府的学生奶采购优先选择伊利、蒙牛等头部品牌，其逻辑在于安全认证与全链条履约能力。

从行业格局角度看：据欧睿，2025 年我国液态奶行业 CR5 高达 64.6%，伊利、蒙牛两家份额合计超过 50%，头部品牌在奶源控制、冷链网络和品牌认知上的壁垒仍然深厚。伊利等龙头乳企通过对上游奶源的深度掌控、中游智能工厂的精益生产以及下游分销网络的协同调度，构筑了高韧性&高效率并存的供应链体系，我们对比主要乳企的吨人工成本与吨制造费用，发现伊利具备规模效应带来的总成本领先。白牌替代的边界主要停留在基础白奶等标准化程度较高的品类，功能性乳品（如高蛋白、益生菌、A2β 酪蛋白等）的品牌护城河相对稳固。

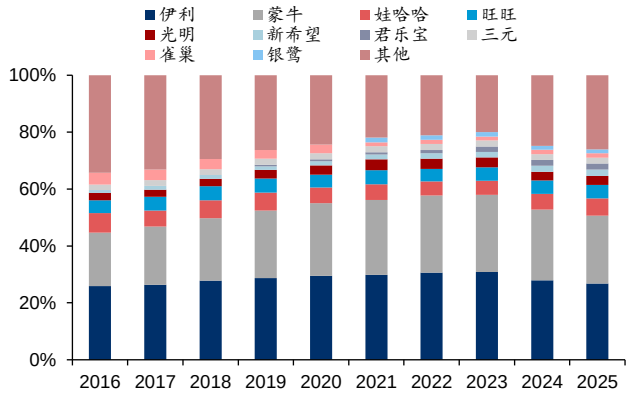
仅供内部参考，请勿外传

图表31：21-25 年常温奶与低温奶的占比变化情况



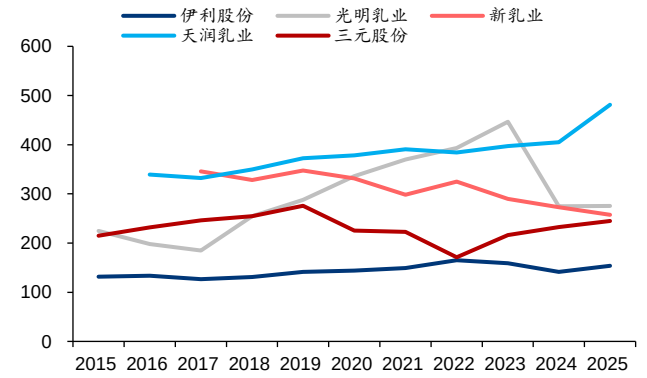
资料来源：观研天下，华泰研究

图表32：液态奶行业竞争格局：25 年伊利与蒙牛的合计市占率超 50%



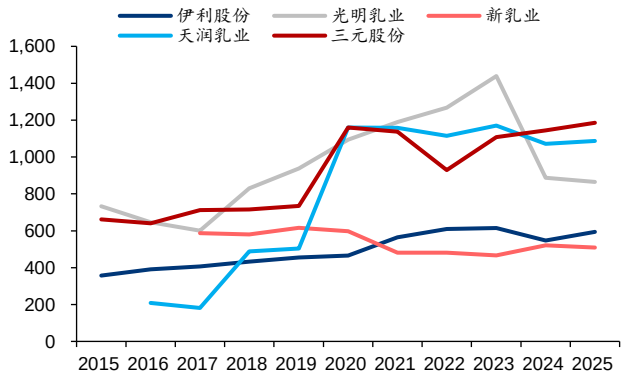
资料来源：欧睿，华泰研究

图表33：主要乳企的吨人工成本对比（元/吨）



注：伊利、光明、三元采用液态奶的成本拆分，新乳业、天润采用液体乳及乳制品制造业的成本拆分；
资料来源：各公司公告，华泰研究

图表34：主要乳企的吨制造费用对比（元/吨）



注：伊利、光明、三元采用液态奶的成本拆分，新乳业、天润采用液体乳及乳制品制造业的成本拆分；
资料来源：各公司公告，华泰研究

影响居中品类二：渠道变革对速冻食品而言更多是结构性调整而非系统性冲击

速冻食品受渠道变革的影响居中，B 端基本盘稳固，C 端面临新渠道的分流与增量并存。速冻米面制品以 C 端渠道为主导、受折扣渠道分流的影响较大，速冻火锅料 B 端渠道占比较高、防御性相对较强，预制菜行业呈现高度分散的格局、尚无全国性龙头，因此渠道变革对其竞争格局的重塑潜力最大。

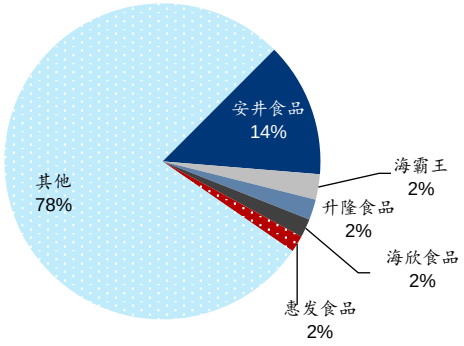
从品类结构角度看：速冻食品品类内部分化显著，不同子品类受渠道变革的影响程度差异较大。据嘉世咨询《2025 年中国速冻食品行业现状与发展趋势报告》，速冻食品行业整体来看，B 端占比 55%-60%、C 端占比 40%-45%；速冻米面制品行业中，B 端占比约 16%、C 端占比约 84%；速冻火锅料行业中，B 端占比约 70%、C 端占比约 30%；速冻菜肴（预制菜）行业中，B 端占比 60%-70%、C 端占比 30%-40%。据此，我们发现速冻米面制品（水饺、汤圆、馒头等）以 C 端家庭消费为主，商超渠道的占比较高，且产品标准化程度高、白牌可替代性强，受到社区折扣超市和硬折扣渠道的分流影响较为明显。速冻火锅料（鱼丸、肉丸、蟹棒等）则以 B 端餐饮消费为主，受零售端渠道变革的冲击相对较小。预制菜品类的渠道结构介于两者之间，B 端和 C 端均有分布，正处于渠道渗透的快速扩张期。

从渠道结构角度看：量贩零食的业态特征（即食消费、散装称重、社区街边店等）与速冻食品的消费场景（居家烹饪、冷冻储存等）匹配度较低，因此量贩渠道对速冻食品品类的分流相对有限。但山姆等会员店的大包装速冻产品和预制菜表现良好，正在承接部分原本属于传统商超的速冻食品需求；即时零售解决了冷冻品配送的“最后一公里”问题，正逐步成为速冻食品的增量渠道。此外，社区折扣超市和硬折扣渠道对基础速冻米面制品的白牌替代正在发生。

仅供内部参考，请勿外传

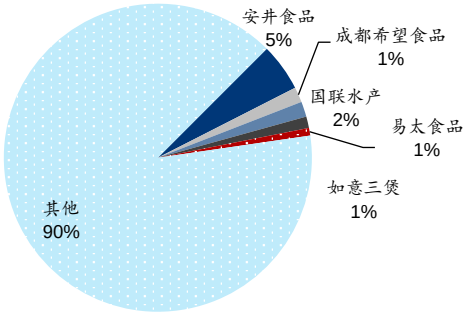
从行业格局角度看：据嘉世咨询《2025 年中国速冻食品行业现状与发展趋势报告》，C 端速冻米面市场的竞争格局高度集中，三全、思念、湾仔码头的合计市占率超过 70%，头部品牌的品牌认知和渠道网络壁垒较为深厚；安井作为 B 端火锅料市场的龙头企业，其优势也较为稳固。预制菜赛道的行业则呈现高度分散的竞争格局，尚未出现全国性龙头企业，我们预计渠道变革在该子品类中带来的竞争格局重塑空间最大。

图表35：24 年速冻火锅料行业竞争格局



资料来源：弗若斯特沙利文，华泰研究

图表36：24 年速冻菜肴行业竞争格局



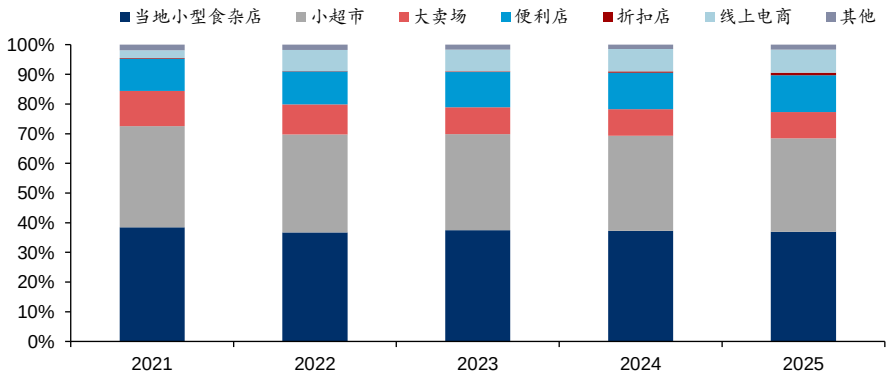
资料来源：弗若斯特沙利文，华泰研究

影响较小品类一：传统渠道根基深厚、品牌认知壁垒强共促软饮料品类受冲击有限

饮料行业受渠道变革的影响相对有限，核心支撑在于其传统渠道根基深厚、品牌认知壁垒强。渠道布建完备的大型龙头企业护城河仍高，其供应链及规模优势稳固，组织灵活、创新高效、契合新渠道红利的优秀中小企业也将迎来弯道超车的机遇。

从渠道结构角度看：传统流通渠道仍为软饮料行业的主战场，头部品牌通过冰柜陈列和深度分销构筑了较强的渠道壁垒。据欧睿，25 年线下渠道占饮料行业总销售额的 92.2%，其中当地小型食杂店仍为最大单一渠道，占比 36.9%，小超市占比 31.5%，大卖场占比 8.9%，便利店占比 12.4%。从新渠道的渗透看，25 年折扣店渠道仅占饮料行业总销售额的 0.8%，量贩零食将饮料作为引流标品（毛利率仅约 5%），对品牌价格体系的冲击有限——饮料品牌在量贩渠道中的角色是“流量贡献者”而非“利润贡献者”，且量贩渠道的核心客群与饮料品牌的传统渠道覆盖高度重叠，增量意义有限，但后续需要持续关注量贩渠道中饮料作为引流品的压价行为是否会向其他渠道传导。会员店的大包装策略虽具备放量趋势，但目前体量尚小，仅作为部分品牌的推新阵地。即时零售渠道对饮料的销售亦有正向增量贡献，但饮料的消费场景多与出行相关，因而新渠道暂未能动摇传统渠道的销售占比（当地小型食杂店及小超市等终端网点密集，可实现产品“触手可得”，有效满足消费者的即时饮用需求）。

图表37：21-25 年软饮料行业的渠道结构变化情况：传统流通渠道仍为主战场



资料来源：欧睿，华泰研究

仅供内部参考，请勿外传

图表38：新渠道中的软饮料消费画像



资料来源：26 年 3 月益普索定量调研，华泰研究

从行业格局角度看：饮料行业的高品牌集中度和强口味认知构成了天然的白牌替代壁垒，白牌饮料在渠道中难以建立稳定的复购，量贩零食等渠道的自有品牌难以向传统渠道拓展，仅能在门店内销售，对于饮料行业内品牌商品的冲击相对有限，部分新品类对渠道渗透速度的依赖，可能在一定程度上改变部分品类的渠道权重。

影响较小品类二：调味品或为本轮渠道变革中防御性最强的品类

我们认为，调味品是本轮渠道变革中受影响最小的大众品品类，核心原因在于其渠道结构以餐饮端为主、家庭刚需粘性强、品牌溢价与产品差异化的边界清晰。

从渠道结构角度看：近年来，调味品渠道的基本盘保持稳定，据观研天下，25 年调味品行业中，餐饮渠道占比 48%，家庭端占比 33%，食品加工端占比 19%。从新渠道的渗透看，量贩零食和新鲜零食几乎不涉及调味品类目，会员店虽有零星布局但体量较小，即时零售对调味品品类更多是履约方式的补充而非渠道结构的颠覆。

从行业格局角度看：据弗若斯特沙利文，24 年中国调味品行业 CR5 仅 10.9%，远低于美国/日本的 24.0%/28.5%，集中度提升空间充裕，头部企业凭借渠道网络和品牌认知仍在持续收割份额。需要关注的风险在于，基础调味品（如酱油、盐、糖等）白牌化门槛较低，若折扣渠道进一步扩张，长期可能形成一定的挤占压力。但短期来看，调味品仍是本轮渠道变革中防御性最强的品类之一。美日的折扣店、会员店业态同样发达，但其调味品行业集中度依然维持高位，说明渠道变革并未显著侵蚀头部品牌的份额，核心在于调味品具备高频刚需、品牌心智稳固、头部企业深度绑定餐饮 B 端等多重护城河。

他山之石：美国仓储会员店与日本硬折扣店的食品品牌命运分野

渠道变革对食品品牌的影响，在美国仓储会员店与日本硬折扣店两条路径上呈现出截然不同的演化逻辑。理解这两条路径中“谁被替代、谁实现共赢”的分化机制，以及中日美三国在消费阶段、渠道结构与供应链成熟度上的差异，是判断海外经验在中国适用边界的前提。

美国仓储会员店：品牌与渠道的二十年拉锯

美国仓储会员店渠道的崛起始于 1980 年代——Costco 和山姆会员店均成立于 1983 年。Costco 在成立 12 年后的 1995 年创立自有品牌 Kirkland Signature。Kirkland 以“优质低价”策略迅速扩张，从纸巾、坚果延伸到饮料、零食领域，同类产品价格普遍比品牌商品低 20%-30%。

仅供内部参考，请勿外传

百事与 Costco 的二十年博弈，是理解品牌如何应对渠道自有品牌替代的经典样本。2006 年前后，Kirkland 在饮料&零食领域的扩张直接威胁百事的利润空间——百事在 Costco 渠道的收入占比从 2005 年的 22%降至 2023 年的 15%（据 Foodaily）。面对这一冲击，百事经历了三个阶段的反击：

第一阶段（2006-2010 年）：价格战与硬对抗。百事率先在 Costco 推出“超大组合装”，将乐事薯片、桂格燕麦棒、佳得乐捆绑销售，单价低于单独购买 Kirkland 产品；将 Aquafina 瓶装水规格从 24 瓶增至 32 瓶，用量贩性价比对冲 Kirkland。2008 年百事以“产能不足”为由限制向 Costco 供应部分热门商品，迫使 Costco 在货架分配上让步，但这一时期百事整体处于被动。

第二阶段（2010 年代中后期）：产品创新与差异化。随着北美消费者对健康食品需求激增，Kirkland 推出有机坚果、冷压果汁等产品，百事意识到单纯的价格战难以取胜。2014 年桂格燕麦推出含奇亚籽、枸杞的高端燕麦杯；2015 年乐事发布定位非油炸健康零食的 Stacy's Pita Chips；2016 年为 Costco 定制“低盐版乐事薯片”；2017 年收购益生菌饮料品牌 KeVita 并通过 Costco 铺货。百事通过产品创新在 Kirkland 尚未覆盖的细分领域建立差异化壁垒。

第三阶段（2018 年后）：深度绑定与联合营销。百事与 Costco 联合发起“会员专享日”，购买百事产品可获额外的现金券。但与此同时，Kirkland 的渗透率持续上升，彼时已超过 30%。百事虽然未能阻止 Kirkland 的扩张，但整体营收仍实现了 2.33 倍的增长（据 Foodaily）。

从百事与 Costco 的二十年博弈中我们发现，渠道自有品牌的扩张是品牌商无法回避的结构性压力，但品牌可以通过差异化创新守住阵地。从品牌商的应对路径来看，产品创新＞价格战＞硬对抗。百事的经验表明，品牌面对渠道自有品牌的冲击时，价格战和供应链对抗只能短期止血，中长期必须通过产品创新建立差异化价值——高端化、健康化、定制化、细分场景深耕是四条可行路径，而固守既有产品线、削减研发投入只会加速份额流失。

日本硬折扣店：垂类深耕与“产销一体化”的另类路径

日本的渠道结构与美国截然不同，便利店高密度覆盖截流高频需求，终端分散与流通商强势限制了硬折扣模式的全面发展。因此，日本没有出现类似美国仓储会员店的全品类硬折扣巨头，而是在垂类领域走出了长期增长的企业。

业务超市（神户物产）是垂类硬折扣的典型代表，业务超市的成功核心在于 SPA 模式（制造零售一体化）。神户物产于 2000 年成立折扣店品牌“业务超市”。截至 2025 年末，业务超市在日本拥有近 1100 家门店，年销售额接近 230 亿人民币，营业利润率超过 7%，远高于食品超市行业平均的 2%-3%；15-24 财年神户物产的净销售额累计增长 154.7%。神户物产通过自建工厂和并购，不断整合上游制造商，构建“食品产销一体化”体系。截至 2025 年末，业务超市在日本拥有 15 家公司、27 家自有工厂，能够根据顾客需求自主研发和生产商品，其商品分为三类，全国性品牌商品（NB）、本土自有品牌（PB）和进口 PB 商品。在 NB 商品选品上，业务超市不拘泥于“知名”品牌，而是优先引进品质出色且价格合理的商品。值得注意的是，业务超市的大部分进口商品来自中国，如冷冻油条、海天生抽、洽洽瓜子、老干妈等，品类繁多，反映了中国制造业在全球折扣零售供应链中的深度嵌入。

唐吉诃德提供了另一条路径：软折扣与体验差异化。据 CBNData，唐吉诃德以“40%尾货+60%正品”的独特模式运营，自有品牌（PB）产品在销售额中占比约 20%。唐吉诃德折扣业态的成功得益于日本 80 年代的存量竞争环境下带来的大量尾货供给，而在运营层面，与 Costco 和业务超市不同，唐吉诃德的核心竞争力并非极致低价，而是“寻宝式”的购物体验（本质是基于对消费者心理的精准把握设计出精细化的陈列、动线及互动）与 4-6 万个 SKU 的丰富度，这种差异化使其成为日本唯一连续增长 35 年的上市公司。

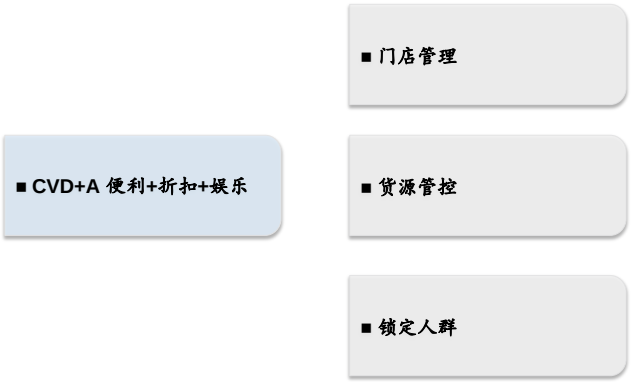
仅供内部参考，请勿外传

图表39：正常渠道和折扣店是一个硬币的正反面



资料来源：CBNData，华泰研究

图表40：唐吉诃德商业模式解析



注：CV=便利，D=折扣，A=Amusement；
资料来源：CBNData，华泰研究

寻找神户物产和唐吉诃德的共性规律后，我们发现在渠道集中度有限、消费者需求多元的市场中，硬折扣的突围路径是垂类深耕与供应链垂直整合。在强品牌/强渠道的时代，需要时刻出新，提高坑位效率，商品生命周期随之缩短。

品类属性决定了硬折扣渠道对不同食品品类的影响路径差异。日本硬折扣店对调味品的影响体现为“进口替代+自有品牌渗透”的双重挤压，业务超市通过大连工厂直接采购海天生抽、老干妈等中国调味品，以远低于日本本土品牌的价格形成进口替代；同时神户物产通过自建工厂开发调味品 PB 商品，以比同等 NB 商品便宜 30%-50%的价格对中低价位品牌形成直接挤压；叠加业务超市在 NB 选品上“不过度依赖品牌知名度、优先引进品质好且价格合理”的差异化逻辑，使知名品牌若无法满足性价比要求也可能被排除在货架之外。而饮料品类受硬折扣渠道的影响则更偏向“差异化补充”而非“系统性替代”——业务超市的 PB 化主要围绕包装形态创新（如用 1 升牛奶盒包装咖啡冻），唐吉诃德将自有品牌“情熱価格”延伸至饮品更多依赖包装文案的差异化沟通，且日本饮料市场品牌集中度较高，功能识别度高、口味相对标准化的品类属性使消费者更依赖品牌信任，自有品牌的替代空间有限。

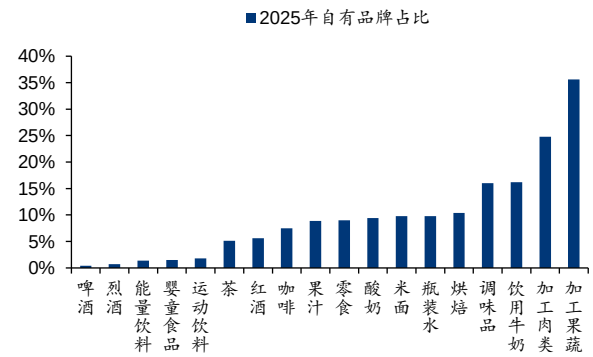
综合美日经验，可以提炼出两条可跨市场复用的规律

自有品牌占比大致与渠道集中度正相关、与品牌集中度负相关。欧洲行业集中度较高，自有品牌占比突出（据尼尔森数据，24Q2 自有品牌在销售额中占比 36%）；美国沃尔玛名列前茅，呈现多业态并存；日本以生鲜熟食为核心、区域化特征明显。**从渠道集中度来看，**渠道集中度越高，零售商议价权越强，开发自有品牌的动力越足。但渠道集中度高只是必要非充分条件，在品牌集中度同样高的品类中，自有品牌的渗透空间有限。**从品牌集中度来看，**以日本为例，据欧睿，品牌集中度较高的运动饮料、能量饮料、酸奶、咖啡、瓶装水等赛道的自有品牌占比较低。

品类属性决定自有品牌的替代弹性。功能识别度低/口味丰富多样的品类（如零食、烘焙产品等）需求变化快、个性化程度高，单一品牌难以形成较高的市占率，自有品牌有更大机会切入。功能识别度高或口味简单统一的品类（如能量饮料、饮用牛奶等），消费者更信任大品牌，自有品牌替代难度更大。但牛奶品类在全球的自有品牌占比偏高，说明强势的性价比渠道和充裕的产能供给可以突破这一规律。

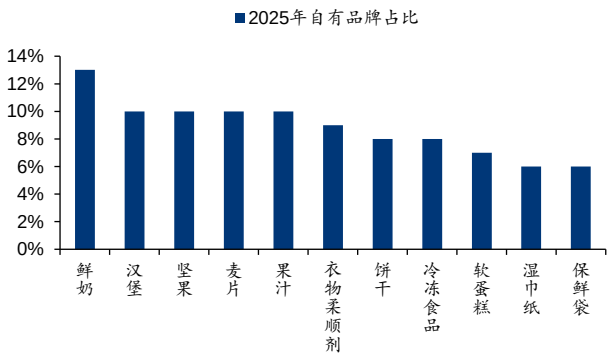
仅供内部参考，请勿外传

图表41：25 年全球各食品品类的自有品牌销售额占比情况



资料来源：欧睿，华泰研究

图表42：25 年中国快消品品类的自有品牌销售额占比情况

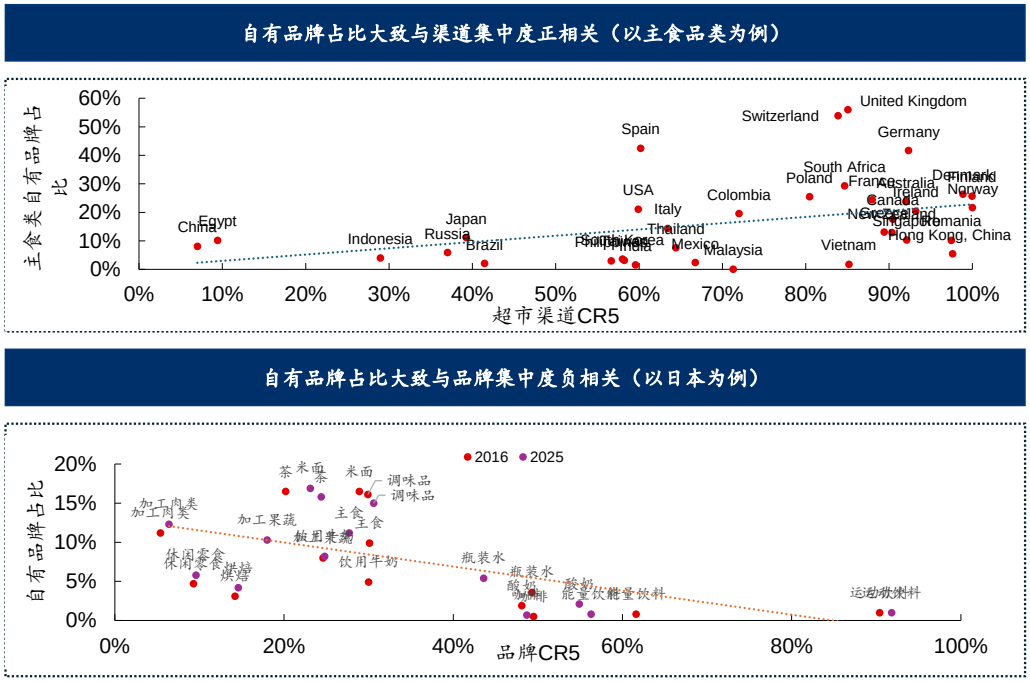


注 1：图中品类为贝恩检测的快消品品类中自有品牌占品类总销售额比例最高的 10 大品类；

注 2：汉堡、坚果、衣物柔顺剂、软蛋糕的自有品牌价格高于品类均价，鲜奶、麦片、保鲜袋的自有品牌价格低于品类均价，果汁、饼干、冷冻食品、湿巾纸的自有品牌价格基本与品类均价持平；

资料来源：纽锐拓消费者指数，贝恩分析，华泰研究

图表43：自有品牌占比大致与渠道集中度正相关、与品牌集中度负相关



注：取 25 年数据，超市渠道取中小超市与大卖场业态之和；

资料来源：欧睿，华泰研究

哪些海外经验在中国适用，哪些会水土不服？

从海外经验来看，在中国适用性较高的规律主要有两条。其一，品类替代的规律在中国同样成立，功能识别度低、口味丰富的品类属性为渠道自有品牌提供了广阔空间；零食量贩渠道白牌商品在门店收入中占比较高，本质上是渠道商以“白牌”而非“自有品牌”的形式实现了对品牌商品的替代，这一现象恰恰验证了品类集中度低、消费者对品牌忠诚度不高的品类更容易被渠道自有供给替代的规律。其二，渠道集中度提升驱动自有品牌渗透的逻辑正在中国上演，万店规模的量贩零食头部企业正通过上游直采和自有品牌探索挤压品牌商的利润空间，这一格局与美国仓储会员店崛起初期高度相似，渠道商凭借规模效应获取议价权后向产业链上游延伸的趋势具有跨市场的普适性。

仅供内部参考，请勿外传

但需要警惕的是，部分海外经验在中国面临结构性水土不服。中国并未出现类似美国仓储会员店的全品类硬折扣巨头，根源在于零售基础设施的差异——美国地广人稀，仓储会员制以“大而简”破局；中国城乡二元结构下需求高度分化，下沉市场以零食量贩等低货值品类切入，高线城市以会员制商超覆盖中产需求。与此同时，中国的电商渗透率远高于美国和日本，线上渠道分流了相当一部分中低频品类消费，使得线下渠道的“品类覆盖”逻辑与美国不同。日本经验在中国同样面临挑战——日本业务超市的 SPA 模式需要长期供应链深耕，而中国渠道商更倾向于“轻资产”的代工模式，虽能快速扩张但对上游的掌控力弱于日本同行；更重要的是，中国折扣零售业态从诞生之初就与电商深度耦合，线上种草、线下履约、即时配送已成为标配，这意味着中国渠道变革的速度和广度可能远超美日经验，但品牌商也需要同时应对线下货架被挤压和线上流量被截流的双重压力。

美日经验对食品品牌的启示：海外经验表明，在渠道变革中实现“共赢”的品牌，无一例外都做到了两点——要么通过产品创新在自有品牌无法覆盖的细分领域建立壁垒（如百事的高端化、健康化创新），要么成为渠道商不可替代的供应链合作伙伴（如为渠道定制专属产品）。在中国独特的“线上+线下”混合渠道格局下，品牌商需要同时具备产品创新能力和渠道适配能力，前者决定品牌能否守住溢价，后者决定品牌能否在渠道碎片化中不被边缘化。

仅供内部参考，请勿外传

品牌企业的渠道博弈：主动拥抱还是谨慎参与？

渠道变革对品牌企业的影响并非均质化的冲击，而是因品类特征和企业禀赋不同、呈现出截然不同的应对路径。从当前的行业实践来看，品牌企业的态度大致可分为两类：一类是主动拥抱新渠道、早早绑定并做专供定制，将渠道红利转化为确定性增量；另一类是谨慎参与或选择性合作，根据品类受冲击的程度和企业自身的壁垒采取相机抉择的策略。

主动拥抱型：以渠道专供定制获取增量

主动拥抱新渠道的品牌商，其成功的关键不在于先发优势，而在于能否针对新渠道的客群特征和品类结构提供差异化的产品供给。在量贩零食渠道，品牌商需要的是适配“高性价比+白牌主导”货盘的产品规格和定价；在会员店渠道，品牌商需要的是具备品质差异化和渠道专属性的产品创新，这种产品创新能力的强化亦有望反哺其他渠道；在调改商超渠道，品牌商需要的是与“强化生鲜短保、压缩同质化标品”方向协同的商品力。**渠道适配能力正在取代渠道覆盖能力，成为品牌商在新零售格局下的核心竞争维度。**

主动拥抱零食量贩渠道：以盐津铺子、西麦食品为例

盐津铺子：休闲零食行业中率先抓住量贩渠道红利的品牌商。1）时间维度上看：2021 年 6 月公司即与零食很忙达成战略合作，成为零食上市公司中最早积极拥抱量贩零食渠道的企业。**2）增长维度上看：**盐津铺子在量贩渠道的收入占比从 2022 年的 11%提升至 2025 年的 30%，2025 年量贩渠道收入同比增长超 30%，进一步跃升为公司第一大收入来源。**3）绑定深度上看：**自 2022 年起，鸣鸣很忙即为公司第一大客户，公司在 2025 年进一步通过控股主体对鸣鸣很忙进行战略投资，强化“资本+订单”双重绑定。**4）战略远见上看：**公司持续深化与鸣鸣很忙的战略合作，同时重点拓展 2000-4000 家门店规模的腰部量贩系统，预计未来量贩渠道在公司的收入占比仍有提升空间。**5）自身能力上看：**盐津铺子在供应链提效、产品储备及大单品打造等维度的综合硬实力与软实力均位居行业前列。

西麦食品：紧抓量贩零食渠道红利的能力在国内燕麦品牌中处于领先地位。作为燕麦品类龙头，西麦食品在传统商超渠道拥有稳固的基本盘，同时积极拥抱零食量贩、会员制商超等新兴渠道，在零食很忙刚起步的阶段就主动对接，现已实现深入合作，25 年西麦在零食折扣店实现收入约 1.2 亿元，同比增长约 50%。目前西麦已成为在零食很忙系统内的燕麦品类第一品牌，相对行业内的其余玩家具备竞争优势（如公司核心竞争对手桂格在 23 年年底总部才成立了单独的部门、专门与零食店渠道进行对接，但西麦的先发优势相对明显）。西麦策略的核心在于将燕麦这一“健康食材”定位与量贩渠道的白牌货盘形成差异化——西麦在量贩渠道中更多以品牌定制专供产品而非简单低价走量的方式参与，与渠道共同开发适配的规格和包装。

渠道变革之下，部分零食公司拥抱新渠道的速度更快，盐津铺子与洽洽食品便呈现出典型的节奏差异。组织架构上，盐津铺子 2021 年即成立品类事业部快速衔接零食量贩与抖音渠道，洽洽直至 2026 年才将即时零售、零食连锁部门升级为一级组织，存在时滞；经销商利益绑定方面，盐津以“品类叠加”让经销商在新渠道快速获取增量，洽洽则因“先款后货”的稳健模式与成熟的传统经销体系，转型摩擦成本更高；决策机制上，盐津“内部赛马”驱动高频迭代、决策链条短，洽洽遵循“守正创新”的稳健策略，更注重长周期平衡。两者本质是“灵活敏捷”与“稳重厚实”两种管理哲学的路径选择——盐津以高频迭代捕捉渠道红利，洽洽以深耕细作穿越周期，各有其合理性。

仅供内部参考，请勿外传

主动拥抱会员制商超渠道：以新乳业、五谷磨房为例

新乳业：乳企中拥抱会员店渠道的代表企业。新乳业持续通过产品创新迭代驱动增长，25 年新乳业旗下朝日唯品品牌在山姆渠道推出了焦糖烧生牛乳布丁和唯品芭乐酸奶等定制产品，月销快速提升，焦糖布丁位列山姆“下午茶热榜 TOP”，芭乐酸奶凭借清新的口味和独特的口感受到消费者欢迎；同年夏进旗下的高端牛奶品牌“爵品”已成功进入山姆渠道，表明公司旗下各子公司均在积极抓住新渠道和新业务机会，将“逐人流”与“拓新机”牢牢绑定。在新渠道拓展的带动下，新乳业 25 年直销渠道收入同比增长 15.1%。此外，新乳业也在积极布局调改商超渠道，其低温鲜奶和低温酸奶产品已进入调改后的永辉和步步高门店，以短保鲜奶的品类特性契合调改商超强化生鲜和短保质期品类的方向。

图表44：新乳业：山姆渠道产品线



资料来源：山姆 App，华泰研究

五谷磨房：品牌商借力会员店渠道实现增量的典型案例。自 21 年起，五谷磨房重点发力线下货架渠道，与山姆深度合作，凭借山姆对消费者洞察与供应链的高要求，以及五谷磨房自身品牌定位与产品创新能力的匹配，双方开发效率较高，至 25 年公司线下货架收入规模已达 5.3 亿元；截至 26 年 3 月，五谷磨房在山姆的 SKU 数量约 8 个，其中 6 个产品进入山姆冲调饮品榜单、5 个位列前十，充分印证了五谷磨房产品的市场竞争力。五谷磨房的案例说明，即使在山姆“自有品牌强势”的渠道环境中，品牌商只要产品具有差异化价值和渠道适配性，仍然可以获得可观的增量空间，关键在于五谷磨房的“药食同源”定位与山姆中产家庭客群对健康食品的需求高度匹配，选品逻辑与渠道客群画像之间的高度契合是合作成功的前提。

图表45：五谷磨房：山姆渠道产品线



注：榜单为 2026 年 3 月冲调饮品榜口径；
资料来源：山姆 App，华泰研究

仅供内部参考，请勿外传

谨慎参与型：选择性合作与产品共创

对于零食量贩渠道的谨慎更多指向“线下价盘体系”这一渠道基本盘的保护；对于会员制商超的谨慎则指向“品牌资产”这一企业核心竞争力的长期维护。**对待上述新渠道持谨慎态度共同的关键在于：品牌商在新渠道的博弈中，持续探索“有选择地合作”的策略——既不过度依赖单一渠道侵蚀利润与品牌，也不完全回避新渠道可能带来的增量空间。这一权衡的本质，是品牌商如何在新渠道的博弈中找到“B 端能力建设”与“C 端品牌资产维护”之间的平衡点。**

图表46：谨慎参与型企业的逻辑差异梳理

渠道类型	核心顾虑	防范重点	典型表现
零食量贩渠道	价格体系被冲击，白牌替代效应挤压品牌溢价	避免价盘紊乱、区域窜货、品牌价值稀释	部分线下品牌持观望态度，谨慎合作
会员制商超	被“代工化”，沦为渠道自有品牌的供应商	避免品牌弱化、利润空间被压缩、同质化竞争	部分拥有较强品牌资产的企业在合作中保持审慎

资料来源：极致零售研究院，华泰研究

谨慎对待零食量贩渠道：核心顾虑在于价盘体系

零食量贩渠道以低价为核心竞争力，通过现金直采、砍掉中间环节实现终端售价大幅低于传统商超，这对品牌商维持多年的价格体系和经销商网络构成直接挑战。部分品牌商对这一渠道持谨慎态度，主要顾虑有三：

1）价盘紊乱风险：量贩渠道的定价远低于传统渠道，若品牌全面铺货，不仅会冲击经销商的价盘体系，还可能引发线上&线下渠道的价格倒挂，直接削弱渠道商的合作意愿。部分休闲零食品牌至今仍以直营+联营门店为主，对量贩渠道采取“观望+选择性合作”的审慎姿态。

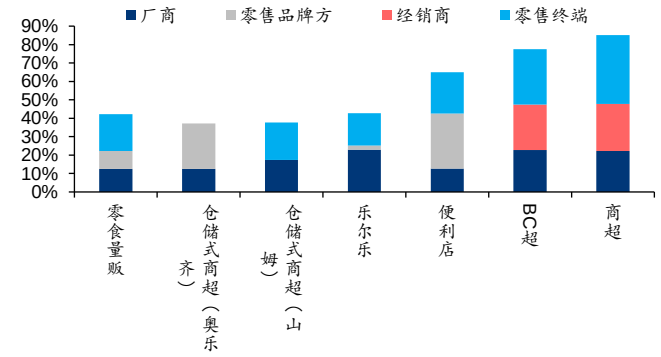
2）利润空间收窄：量贩渠道要求品牌商让渡大部分流通环节利润，叠加渠道本身以低价引流为主，品牌商在这一渠道中的净利率远低于传统经销渠道，长期来看难以成为企业的盈利支撑。

3）渠道方“白牌替代”趋势带来品牌价值稀释担忧：零食量贩渠道普遍采用“大牌引流+白牌盈利”的模式，即利用少量品牌商品以低价吸引客流，门店大部分销售来自自有品牌或白牌商品。品牌商一旦入驻，容易沦为渠道的“流量入口”，品牌溢价难以在交易过程中得到有效体现。

近年来，我们观察到的一个积极的变化在于部分头部品牌商已开始从“被动防守”转向“主动融入”，通过推出量贩渠道专属产品、与头部渠道战略绑定等方式实现共赢。康师傅在零食量贩渠道推出了多款不同规格的定制化产品，如“量贩专供版”冰红茶在容量、包装设计和价格上都与常规产品不同，实现与传统流通渠道的产品区隔，此外康师傅与国内头部量贩零食品牌“好想来”合作，推出“迷你桶超值装”，更精准地吸引注重性价比的目标客群。劲仔食品在零食量贩渠道中主打“量贩专供 SKU”，推出 9.9 元盒装鱼制品及量贩定制化产品（如桶装定量小鱼等），深度绑定零食很忙、赵一鸣、好想来等多家知名系统。**以上案例均反映出“谨慎”与“拥抱”并非绝对二分，品牌商正在根据自身品类特征和渠道议价能力，探索差异化的合作姿态。**

仅供内部参考，请勿外传

图表47：24 年不同零售渠道的厂商利润率对比



资料来源：Wind，中国连锁经营协会，公司官网，艾媒咨询，36 氪未来消费，华泰研究

图表48：康师傅：零食量贩 vs 传统经销渠道产品线对比



注：康师傅在零食量贩渠道通过缩装降规（饮料 500ml→250ml、方便面 100g→65g）与压缩渠道层级实现终端价格低 40%-50%；核心 SKU（冰红茶/矿物质水/红烧牛肉面等）两渠道通用，量贩端精简长尾品类并采用渠道专供缩装规格，与传统渠道形成错位竞争、避免价格体系冲突；

资料来源：山姆 App，华泰研究

谨慎对待会员制商超渠道：核心顾虑在于“不愿代工”

会员制商超（如山姆、Costco 等）的核心竞争力来自其强大的自有品牌体系和定制化供应链整合能力。据极致零售研究院，山姆 30%-40%的商品销售由自有品牌 Member’s Mark 贡献，约 30%来自定制产品，两者合计占比 70%-80%。对于品牌制造商而言，这意味着与会员店合作往往不是简单的“上架销售”，而是进入“定制化代工”的合作模式。部分品牌商对此持谨慎态度的核心原因在于：

1）成为“隐形供应商”的品牌价值损失：山姆等会员店要求品牌商按照其自有品牌标准进行代工生产，品牌商的标识往往被弱化或被渠道自有品牌完全取代。对部分拥有较强品牌资产的快消品企业而言，这是“替对手打工”，长此以往品牌在消费者心中的认知度将持续稀释。若山姆持续“将部分知名品牌自有化，成为消费者的唯一选择”，或将导致原品牌的生存空间被挤压。

2）利润空间被极致压缩：会员店之所以能够实现产品性价比优势，一方面通过压低制造商毛利（包括原料、加工等环节），另一方面省去了经销商环节，抹去了中间毛利。品牌商在与渠道合作中的议价空间有限，代工业务的净利率远低于品牌自营。

3）代工与自有品牌之间存在“左右互搏”的困境：Costco 等会员店的 Kirkland Signature 自有品牌，其生产方往往与知名大众品牌使用同一代工厂，如星巴克、金霸王等品牌就为 Kirkland 产品代工。当品牌商一边在零售端与渠道自有品牌正面竞争，一边又在生产端为后者代工时，企业战略定位或将面临内在矛盾。一旦做了渠道定制的自有品牌“就意味着各项成本要一览无余地展现给渠道商，并面临对方的‘极致压价’，下一步更要在超市货架上与这些自有品牌正面竞争”。

然而，即便存在上述顾虑，部分龙头企业仍在积极尝试与会员店共同开发定制产品，原因在于渠道话语权日益集中，线下核心流量正被头部连锁商超和会员店牢牢把控。**品牌商正在持续强化自身的产品创新能力、积极探索“与渠道共同创造价值”而非“简单代工”的合作路径。**

仅供内部参考，请勿外传

图表49：食品饮料企业为山姆会员店定制产品全品类汇总



资料来源：山姆 App，各公司公告，华泰研究

决定品牌得失的核心变量

品牌在新渠道格局下的得失并非取决于“是否进入新渠道”这一二元选择，而是由三个核心变量共同决定：产品力、差异化和渠道适配能力。标品化程度高、品牌溢价薄、缺乏差异化的产品，在新渠道中最容易被白牌或渠道自有品牌替代。反之，具有强品牌认知、强产品创新能力、以及能够针对新渠道做产品定制化的企业，反而能够在渠道变迁中获得增量。

对头部食品制造企业的启示：展望未来，品牌企业的渠道策略应从“全渠道铺货”的粗放模式转向“渠道分层、产品定制、共创共赢”的精细化运营。具体而言：对于会员制商超渠道，品牌企业可以在会员店深耕“反向定制+专供”模式（以山姆为例，其通常需要 12-18 个月的产品开发周期），以高品质、差异化供给匹配中产家庭的升级需求；对于调改商超及新业态，品牌企业可以高质价比单品切入，与渠道的自有品牌形成互补而非替代的关系；对于量贩零食渠道，品牌企业可以选择性进入，布局差异化产品而非单纯地参与低价竞争，避免陷入价格战对价盘的冲击；同时，品牌企业应当充分运用即时零售工具，承接“近场履约”场景下的增量需求，补齐线下触达的最后一环。产品策略上，品牌企业应围绕“质价比+功效/品质+现制鲜食感”构建核心护城河，通过开发渠道专供、定制款产品，强化可感知的品质细节与品牌信任，以对冲白牌和渠道自有品牌的替代压力。渠道变革的本质是零售效率的再分配，品牌商只有在这场再分配中找到自己不可替代的价值定位（如在会员店做品质化供给、在量贩渠道做性价比适配、在调改商超做差异化互补）才能在渠道格局重塑中立于不败之地。

投资建议

当前国内零售行业进入高效率变革加速期，综合考虑产品的标准化程度、产品的加价率、白牌的可替代性、渠道集中度四要素，我们认为调味品与软饮料行业受新渠道的冲击相对较小，**我们看好调味品与软饮料龙头的中长期壁垒稳固，推荐海天味业（A+H）、农夫山泉。**此外，在受新渠道冲击相对明显的品类中，我们认可“渠道变迁中具备稀缺供给能力”的范式，**盐津铺子、西麦食品等把握渠道红利的能力相对较强，上述企业亦有望在后续新的渠道变革中占据先发优势，同时建议关注已经开始布局新鲜零食的有友食品。**

风险提示

1) **宏观经济增长不达预期。**如果宏观经济复苏的情况无法持续，将影响消费者的消费意愿和消费能力，对食品饮料行业需求产生负面影响。
2) **行业竞争激烈程度高于预期的风险。**在行业需求偏弱的背景下，企业间为了争夺市场份额可能加大费用投放和产品促销的力度，这对公司的盈利能力会产生负面影响。
3) **食品安全问题。**以非洲猪瘟为代表的事件会引起消费者对食品安全问题的担忧，这也将对行业的需求增长产生负面影响。

仅供内部参考，请勿外传

4) 本研报涉及的未上市或未覆盖个股内容，均系对其客观信息的整理，并不代表团队对该公司、该股票的推荐或覆盖。

图表50：重点公司推荐一览表

			最新收盘价	目标价	市值（百万）	EPS（元）				PE（倍）			
股票名称	股票代码	投资评级	（当地币种）	（当地币种）	（当地币种）	2025	2026E	2027E	2028E	2025	2026E	2027E	2028E
西麦食品	002956 CH	买入	20.73	37.12	6,479	0.77	1.16	1.40	1.62	26.95	17.91	14.82	12.77
盐津铺子	002847 CH	买入	44.84	69.84	12,115	2.74	3.17	3.80	4.31	16.34	14.16	11.79	10.40
有友食品	603697 CH	买入	10.07	14.56	4,307	0.43	0.56	0.68	0.77	23.21	18.07	14.74	13.03
农夫山泉	9633 HK	买入	42.54	52.75	478,425	1.41	1.60	1.80	2.03	26.21	23.15	20.56	18.21
海天味业	3288 HK	增持	29.00	44.72	169,703	1.20	1.35	1.47	1.58	20.96	18.64	17.14	15.92
海天味业	603288 CH	增持	32.98	45.90	192,993	1.20	1.35	1.47	1.58	27.42	24.39	22.42	20.83

资料来源：Bloomberg，华泰研究预测

图表51：重点推荐公司最新观点

股票名称	最新观点
西麦食品 (002956 CH)	公司发布 26 年一季报，26Q1 实现收入/归母净利润/扣非净利润 8.2/1.0/1.0 亿元，同比+25.7%/+85.9%/+82.3%，整体业绩表现亮眼。收入端，26Q1 公司燕麦主业保持稳健较快增长，复合燕麦品类持续承担主要增长来源，粉粉类产品 25Q4 上市，26Q1 持续贡献收入增量。渠道端，抖音渠道表现较优，公司在零食店等新兴渠道持续保持领先态势。利润端，26Q1 公司毛利率同比+0.4pct，成本红利持续释放，销售费用率同比-4.3pct，最终 26Q1 公司归母净利率同比+4.0pct。展望来看，公众健康意识提升、叠加年轻消费群体的需求特征正在重塑燕麦行业的产品开发逻辑，公司持续开拓产品品类，布局新兴渠道，后续有望维持较快增长，维持“买入”。 看好公司作为燕麦行业的革新标杆/成长势能向上，粉粉类新品有望持续贡献收入增量，成本红利与精细化运营之下盈利弹性较大，我们上调盈利预测，预计 26-28 年归母净利润为 2.6/3.1/3.6 亿元（较前次+15%/+15%/+15%），对应 26-28 年 EPS 为 1.16/1.40/1.62 元。参考可比公司 26 年 PE 均值 17x（Wind 一致预期），考虑公司所处的燕麦赛道长坡厚雪，公司在产品推新和渠道拓展层面积极进取，预计 25-27 年公司净利润 CAGR（31%）高于可比公司均值（8%），给予其 26 年 32x PE，目标价 37.12 元（前值 32.32 元，对应 26 年 32x PE），“买入”。 风险提示：行业竞争加剧、新品表现不及预期、食品安全风险。 报告发布日期：2026 年 04 月 28 日 **点击下载全文：西麦食品(002956 CH,买入)：成本红利与费用控制共促 Q1 业绩亮眼**
盐津铺子 (002847 CH)	公司发布 26Q1 业绩，26Q1 收入/归母净利/扣非净利 15.8/2.3/2.0 亿，同比+2.9%/+29.5%/+30.5%。26Q1 公司收入恢复增长，电商因公司主动调整仍有承压，会员制超市/量贩/定量流通保持快速增长。利润端，26Q1 公司毛销差/归母净利率同比+3.4/+3.0pct，主因公司聚焦品类品牌战略，品类端抓住魔芋品类红利，渠道端主动收缩高投入、低盈利的直播电商渠道，强化高价值的会员制商超/定量流通等渠道布局，品类与渠道结构显著优化。展望来看，26 年公司电商调整对收入的影响逐步减弱，山姆合作深化、魔芋流通网点持续拓展，有望进入品类品牌驱动收入增长与利润率提升的良性通道，“买入”。 26Q2 电商渠道收入基数逐步走低，期待电商渠道调整完成、对公司收入增长的压制逐步解除，公司收入增长有望逐步提速。我们维持预计 26-28 年 EPS 3.17/3.80/4.31 元，参考可比公司 26 年 PE 均值 22x，给予 26 年目标 PE 22x，维持目标价 69.84 元，维持“买入”评级。 风险提示：行业竞争加剧、宏观经济表现低于预期、食品安全问题。 报告发布日期：2026 年 04 月 28 日 **点击下载全文：盐津铺子(002847 CH,买入)：产品及渠道优化促利润率显著提升**
有友食品 (603697 CH)	25 年收入/归母净利润/扣非归母净利润 15.9/1.9/1.6 亿元，同比+34.4%/+17.9%/+25.4%，对应 25Q4 收入/归母净利润/扣非归母净利润 3.4 亿元/1176 万元/370 万元，同比+16.4%/-67.4%/-82.4%。25 年公司业绩略低于我们前次预期（前次预计 25 年收入/归母净利 16.4/2.2 亿）。收入端，Q4 增速有所回落主因春节错期影响，25 年公司聚焦量贩&会员制商超渠道拓展，以新产品持续破局、带动收入高成长，传统渠道逐步企稳；利润端，Q4 工艺设备一次性投入导致制造费用增加、毛利率同比-5.8pct，此外人员薪酬绩效年底一次性结算导致费用增加，Q4 盈利水平有所承压。展望 26 年，看好公司新产品&新渠道势能，传统渠道稳中向上，会员制商超仍在持续布局新品，量贩渠道潜力亦存，成长性仍显著，维持“买入”。 展望 26 年，中式零食与健康化代餐的消费趋势仍将延续，行业格局加速优化。公司作为泡卤细分领域的绝对龙头，产品与供应链护城河深厚，凭借“传统大单品+创新产品”的持续导入，公司在山姆会员店、零食量贩等高势能渠道的红利将进一步释放。考虑自营渠道上新速度偏缓，我们略下调公司盈利预测，预计 26-27 年 EPS 分别为 0.56/0.68 元（较前次-9%/-3%），引入 28 年 EPS 为 0.77 元。参考可比公司估值，给予公司 26 年 26 倍 PE，目标价 14.56 元（前期可比目标价 15.86 元，对应 26 年 26 倍 PE），维持“买入”评级。 风险提示：原材料价格大幅波动风险；市场竞争加剧的风险；食品安全问题。 报告发布日期：2026 年 03 月 28 日 **点击下载全文：有友食品(603697 CH,买入)：春节错期/一次性费用致 Q4 净利承压**

仅供内部参考，请勿外传

股票名称	最新观点
农夫山泉 (9633 HK)	25 年实现收入/净利润 525.5/158.7 亿元，同比+22.5%/+30.9%；其中 25H2 实现收入/净利润 269.3/81.8 亿元，同比+30.0%/+39.0%，超出我们预期（我们此前预期公司 25 年收入/净利润同比+17.1%/+23.3%）。具体来看，25 年公司包装水业务收入同比+17.3%（25H2 收入同比+24.9%），公司包装水业务已走出此前的舆论低谷，25 年以来持续扩张市场份额，且公司的经营重心由绿瓶纯净水转回至红瓶天然水；25 年公司即饮茶业务收入同比+29.0%（25H2 收入同比+38.4%），无糖茶业务延续较好的收入成长速度，加速向下沉市场渗透，进一步收获市场份额，NFC 果汁、碳酸茶、养生水（如白桦树汁）等品类持续加强消费者培育。利润端，25H2 成本红利持续释放，公司费用管控能力较强，未无序参与价格竞争，盈利能力保持稳中有升。此外，“1 元乐享”等手段加强了公司的数字化运作能力，强化渠道与消费者链接，在后续的发展过程中有望助力公司持续向上，维持“买入”。公司基本面表现持续强劲，电解质水等新品有望贡献收入增量，公司成本端的平滑能力较强，我们上调盈利预测，预计公司 26-27 年归母净利润 179.7/202.3 亿元（较前次+4%/+4%），并引入 28 年归母净利润为 228.5 亿元，对应 26-28 年 EPS 为 1.60/1.80/2.03 元。参考可比公司 26 年 PE 均值 20x（Wind 一致预期），考虑公司龙头地位稳固且护城河深厚，认可估值溢价，给予其 26 年 30x PE，目标价 52.75 港币（前值 59.23 港币，对应 26 年 35x PE），“买入”。 风险提示：行业竞争加剧、新品表现不及预期、食品安全风险。 报告发布日期：2026 年 03 月 25 日 **点击下载全文：农夫山泉(9633 HK,买入): 25H2 收入及利润表现均超预期**
海天味业 (603288 CH) 海天味业 (3288 HK)	26Q1 收入/归母净利/扣非净利 90.3/24.4/23.5 亿，同比+8.6%/+11.0%/+9.3%。Q1 春节旺季餐饮动销提速拉动经销商补库，叠加 C 端持续拉动复调等产品导入，收入实现较快增长；利润端，26 年以来 PET/大豆等大宗材料价格有所上涨，但考虑公司对主要成本有一定库存储备，Q1 成本仍有红利，拉动 Q1 毛利率/归母净利率同比+2.0/+0.6 pct，经过 25 年战略性费投增加后，26 年公司更加注重费效比，Q1 销售费率同比-0.2pct。展望来看，Q1 在春节动销拉动下公司实现收入与库存的平衡，表现亮眼，25Q2 餐饮需求受八项规定影响短期基数较低，26Q2 公司有望依托餐饮动销的低基数修复进一步拉动收入增长，中长期看好公司份额提升、龙头地位夯实，“增持”。 考虑公司成本上涨影响低于我们预期，我们上调盈利预测，预计 26-28 年公司 EPS 1.35/1.47/1.58 元（较前次上调 5%/8%/8%），参考可比公司 26 年平均 PE 31x，考虑公司龙头地位持续稳固，应享有估值溢价，给予公司 26 年 34x，目标价 45.90 元，参考公司 H 股上市以来 H/A 折价均值 20%，港股估值偏低、分红提升带来的股息率提振更加显著，HA 折价有望收敛，给予 H 股 15%折价，对应 26 年 29x 目标 PE，目标价 44.72 港币（前次 A/H 目标价 43.86 元/42.34 港币，分别对应 26 年 34/29x 目标 PE），维持“增持”。 风险提示：行业竞争加剧，成本波动，食品安全。 报告发布日期：2026 年 04 月 28 日 **点击下载全文：海天味业(603288 CH,增持;3288 HK,增持): 需求修复与持续拓新带动收入高增**

资料来源：Bloomberg，华泰研究预测

仅供内部参考，请勿外传

免责声明

分析师声明

本人，王可欣，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作，华泰证券股份有限公司和其关联机构统称为“华泰证券”(华泰证券股份有限公司已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格) 。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供华泰证券及其客户和其关联机构使用。华泰证券不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于华泰证券认为可靠的、已公开的信息编制，但华泰证券对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰证券不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰证券对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

华泰证券（华泰证券（美国）有限公司除外）不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰证券力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰证券及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰证券不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰证券及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰证券可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰证券的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

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、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰证券违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为华泰证券所有。未经华泰证券书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人(无论整份或部分)等任何形式侵犯华泰证券版权。如征得华泰证券同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。华泰证券保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为华泰证券的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作,在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题,请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

仅供内部参考，请勿外传

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 西麦食品（002956 CH）：华泰金融控股（香港）有限公司、其子公司和/或其关联公司实益持有标的公司的市场资本值的 1%或以上。
- 海天味业（3288 HK）、农夫山泉（9633 HK）：华泰金融控股（香港）有限公司、其子公司和/或其关联公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure

其他信息请参见下方 **“美国-重要监管披露”**。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934 年证券交易法》（修订版）第 15a-6 条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师王可欣本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 海天味业（603288 CH）、海天味业（3288 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日之前的 12 个月内担任了标的证券公开发行或 144A 条款发行的经办人或联席经办人。
- 海天味业（603288 CH）、海天味业（3288 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日之前 12 个月内曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 海天味业（603288 CH）、海天味业（3288 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司预计在本报告发布日之后 3 个月内将向标的公司收取或寻求投资银行服务报酬。
- 西麦食品（002956 CH）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司实益持有标的公司某一类普通股证券的比例达 1%或以上。
- 海天味业（3288 HK）、农夫山泉（9633 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第 32C 条的规定分发其在华泰证券内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所分发的信息相关的事宜。

仅供内部参考，请勿外传

评级说明

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（含此期间的股息回报）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，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经 225 指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时 100 指数，德国市场基准为 DAX 指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准
中性：预计行业股票指数基本与基准持平
减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准 15%以上
增持：预计股价超越基准 5%~15%
持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
卖出：预计股价弱于基准 15%以上
暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国：华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J
香港：华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809
美国：华泰证券（美国）有限公司为美国金融业监管局（FINRA）成员，具有在美国开展经纪交易商业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#:298809/SEC#:8-70231
新加坡：华泰证券（新加坡）有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，并且是豁免财务顾问，经营许可证编号为：202233398E

华泰证券股份有限公司

南京
南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521
电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京
北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层/邮政编码：100032
电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275
电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳
深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017
电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062
电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海
上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120
电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068
电子邮件：ht-rd@htsc.com

华泰金融控股（香港）有限公司
香港中环皇后大道中 99 号中环中心 53 楼
电话：+852-3658-6000/传真：+852-2567-6123
电子邮件：research@htsc.com
http://www.htsc.com.hk

华泰证券（美国）有限公司
美国纽约公园大道 280 号 21 楼东（纽约 10017）
电话：+212-763-8160/传真：+917-725-9702
电子邮件: Huatai@htsc-us.com
http://www.htsc-us.com

华泰证券（新加坡）有限公司
滨海湾金融中心 1 号大厦, #08-02, 新加坡 018981
电话：+65 68603600
传真：+65 65091183
https://www.htsc.com.sg

©版权所有2026年华泰证券股份有限公司