

证券研究报告 | 食品饮料 | 2024年12月12日

食品饮料团队·行业深度报告

从渠道变迁角度挖掘优质消费品企业投资机会

分析师

王泽华

登记编号: S1220523060002

联系人

梁甜

康宇喆

毛学东

谌保罗

并购家 免费行业报告网

IPOIPO.CN 每日更新 不用注册会员 无广告 永久免费

前言：当前在渠道变迁角度我们看到，以山姆为代表的选品模式商超发展迅速。本文立足渠道流量变迁带来的结构性机会，探究在本轮渠道变革中可能受益的食品饮料企业（其他消费赛道中的众多优质标的不在本篇报告的讨论范围内）。

背景：以山姆为代表的选品模式商超发展迅速，为食品饮料行业品牌发展提供新的结构性机会。当前线上流量增速放缓，线下重新承接部分客流，其中：传统KA大卖场份额快速缩减，而选品模式商超开始蓬勃发展：1）山姆、奥乐齐等选品模式龙头在中国扩张预计加速；2）在胖东来帮扶步步高、永辉后，老牌商超纷纷调改（如：大润发、联华超市、家家悦等），25年进程有望加速，思路上，强调选品模式，注重商品品质。

从各细分行业机会看：我们认为，竞争格局分散，当前品类品牌认知程度相对较低&尚未沉淀出消费者信任的细分行业，更有可能在该模式下获得超越同行的销售以及反向重塑供应链的机会。如：休闲食品（CR10：24%）、餐饮供应链、保健品（CR10：34%）等。具体到细分公司机会看，我们认为具备优质供应链以及创新能力突出的公司在本轮变革中更可能受益。

休闲食品：山姆选品式零售终端及零食量贩扩张，单SKU体量大，上游供应商导入后可快速起量。整体看，盐津、甘源、劲仔、有友、洽洽、好想你等公司，在自身优势单品基础上（如：盐津-鹌鹑蛋&毛肚；甘源-调味坚果），坚持全渠道覆盖，积极拥抱山姆&零食量贩&抖音等新渠道，并持续夯实供应链优势（提升自动化程度&积极布局上游原材料）。在优势单品外，各家持续打造创新单品，为后续发展提供储备。

保健品：选品模式商超渠道有较大增量空间，供应链实力强劲的代工厂更优。中国保健品行业电商/商超渠道分别占比56%/1%，对标美国商超&会员店销售额占比41%，保健食品在选品模式商超的发展中存在较大的增长空间。仙乐健康、百合股份、艾兰得已进入部分会员店商超渠道。我们认为，选品模式下，创新能力强、品质佳、品控稳定、服务能力出色、具备规模优势的代工厂更优。

餐饮供应链：强创新基因+多年大B服务经验沉淀，最易切入选品模式渠道。在B端餐饮行业承压的背景下，餐供企业重视C端培育，开始寻求与商超巨头合作。与普通食品企业不同，在渠道延伸上，由于餐供企业具备丰富的大B端定制经验沉淀，推新&服务&柔性定制等能力得以在新渠道复用。当前头部餐供品牌（如：立高、宝立、安井、千味等）积极拓展选品模式商超渠道（包含：山姆、盒马、奥乐齐等）

投资建议：在选品模式商超迅速发展的渠道变革背景下，我们首推食品饮料行业中当前竞争格局分散的休闲食品、保健品、餐饮供应链子行业。公司层面，优选具备一定产品创新能力，供应链优质的龙头。具体到食品饮料行业标的层面，重点关注：休闲食品行业的【盐津铺子】、【甘源食品】、【劲仔食品】、【有友食品】；保健品行业的【仙乐健康】、【百合股份】；餐饮供应链行业的【宝立食品】、【安井食品】、【千味央厨】。

风险提示：渠道拓展不及预期；行业竞争超预期；下游需求低迷等

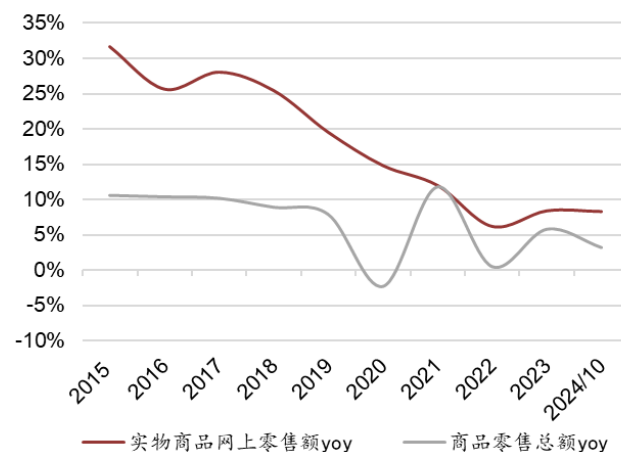
- 1 背景：国内渠道多轮变迁，线下进入新阶段，选品模式渠道或将大放异彩
- 2 选赛道：选品模式蓬勃发展，什么样的企业会在这一轮的渠道变革中受益？
- 3 休闲食品：竞争格局明显分散的休闲食品或是选品渠道蓬勃发展中机会最明确的方向
- 4 保健品：国内与海外保健品竞争格局均非常分散，国内具备一定研发能力的代工企业或在选品渠道更具潜力
- 5 餐饮供应链：餐饮供应链企业有着强创新和多年大B服务能力，最容易切入选品模式渠道

- 1 背景：国内渠道多轮变迁，线下进入新阶段，选品模式渠道或将大放异彩
- 2 选赛道：选品模式蓬勃发展，什么样的企业会在这一轮的渠道变革中受益？
- 3 休闲食品：竞争格局明显分散的休闲食品或是选品渠道蓬勃发展中机会最明确的方向
- 4 保健品：国内与海外保健品竞争格局均非常分散，国内具备一定研发能力的代工企业或在选品渠道更具潜力
- 5 餐饮供应链：餐饮供应链企业有着强创新和多年大B服务能力，最容易切入选品模式渠道

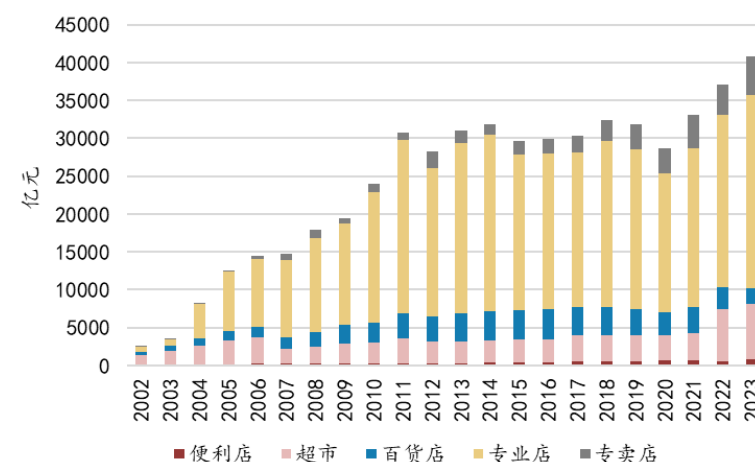
零售业态经过线上线下多轮变革后，线下选品模式迎来新机遇

线上增速流量放缓线下发生变革。近年来线上渗透率提升趋缓、直播电商增速亦放缓，平台竞争加剧，线下重新承接部分消费者需求，品质/体验/情绪消费等优势突出。

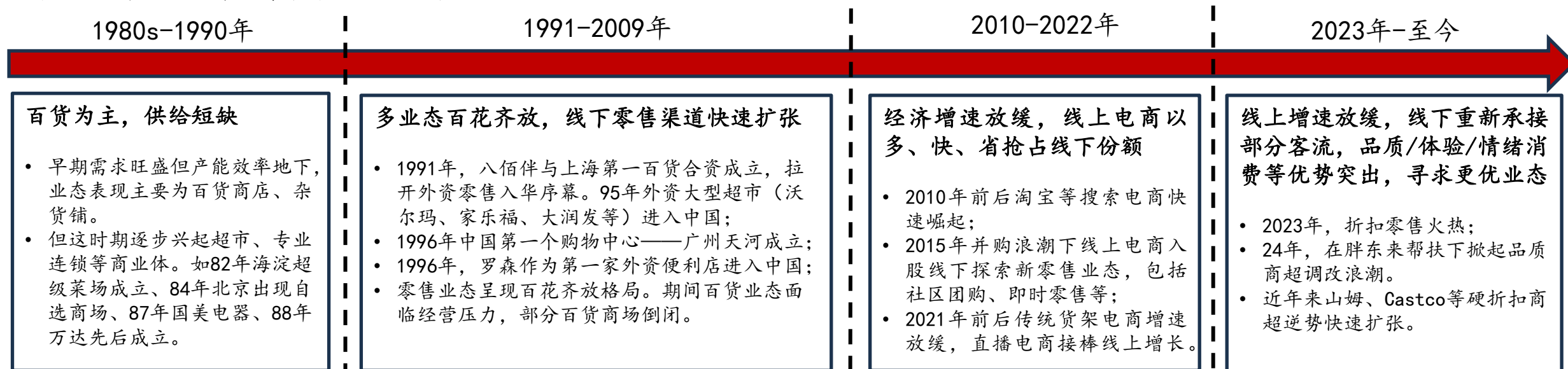
图表：商品零售总额与线上yoy对比



图表：连锁零售各业态销售额情况（亿元）



图表：改革开放后中国零售渠道演变趋势



传统KA大卖场快速缩减，直接对接厂家模式的硬折扣和会员制商超开始蓬勃发展

KA卖场的兴衰：超市业态中，以沃尔玛、大润发、永辉等为代表的传统ka卖场自1996年兴起，依靠渠道中的优势地位，通过入场费、账期盈利推动自身迅速发展。但自2010s以来，其先后经历搜索电商、社区团购、硬折扣店，以及各细分品类专业连锁店崛起（如水果：百果园、生鲜：钱大妈、洗护：屈臣氏、零食：零食很忙与好想来等），近年来整体表现江河日下，门店持续处于净关状态。

其中，以国际硬折扣山姆、Costco及国内盒马、胖东来对ka商超模式影响最深，其去经销商模式下从全品项、同品质、低价格较ka卖场有全方位优势，渠道/收入表现均逆势扩张。

图表：中国部分连锁超市收入/门店情况（其中标红为会员店/折扣品质店）

超市	性质	销售额（亿元）						门店数（家）					
		2014	2017	2020	2021	2022	2023	2014	2017	2020	2021	2022	2023
沃尔玛	ka大卖场	724	803	874	990	1093	1202	400	441	429	396	322	305
山姆	会员店							11	19	31	36	43	47
盒马	会员店	——	35	——	400	610	590	——	30	246	296	300	360
Costco	会员店	——	——	16	20	30	55	——	——	1	2	2	5
奥乐齐	硬折扣店	——	——	——	5	8	10	——	——	——	27	32	50
胖东来	硬折扣店	——	——	——	——	——	46	——	——	——	——	——	12
永辉超市	ka大卖场	430	654	1045	990	980	856	337	806	1172	1090	1045	1009
康成投资（大润发）	ka大卖场	857	954	955	980	920	772	304	383	514	602	592	528
华润万家	ka大卖场	1040	1036	878	782	692	625	4127	3162	3261	3245	3130	2694
物美	ka大卖场	220	475	629	699	619	566	565	978	1589	1174	1057	1122
联华超市	ka大卖场&连锁超市	618	565	568	557	575	526	4325	3451	3192	3245	3352	3356
卜蜂莲花	ka大卖场	138	127	92	103	152	120	77	95	132	152	142	119
家家悦	区域连锁超市	209	249	316	327	311	298	608	681	924	1025	933	917
中百集团	区域连锁超市	322	332	277	265	221	205	1037	1130	1427	1539	833	881
永旺	区域连锁超市	98	141	247	284	104	101	50	91	171	97	71	70
重百超市/新世纪	区域连锁超市	210	105	344	341	93	89	54	181	309	304	162	152

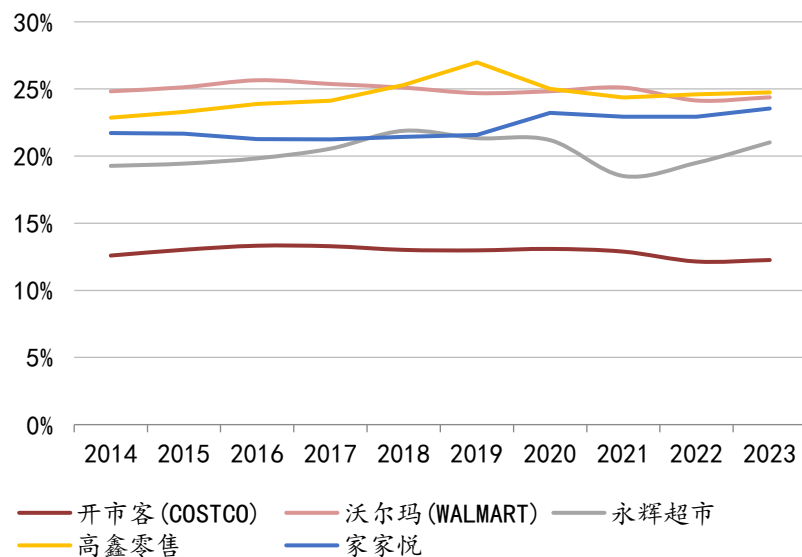
资料来源：中国连锁经营协会，方正证券研究

选品模式的渠道本质以规模优势来压低产品端毛利率，同时提高周转率以取得较好的销售业绩

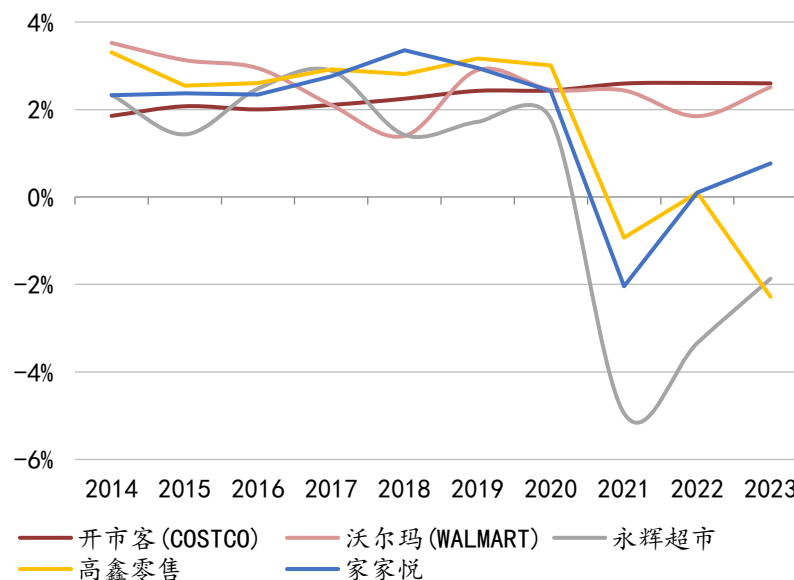
我们从财务指标看硬折扣超市与传统ka大卖场之间的差异：

- **盈利能力看：**毛利率层面，Costco长期维持在12-13%的稳态水平，显著低于传统ka大卖场商超20-25%的毛利率区间，坚持低加价率的高性价比优势。但在显著低于同业的稳健费用率下净利率维持在2个百分点左右附近，且保持稳健水平。
- **周转效率看：**通过更精简的SKU和更多爆款单品的打造，整体存货周转率维持在12%左右附近。通过高周转率实现更优的ROE水平。

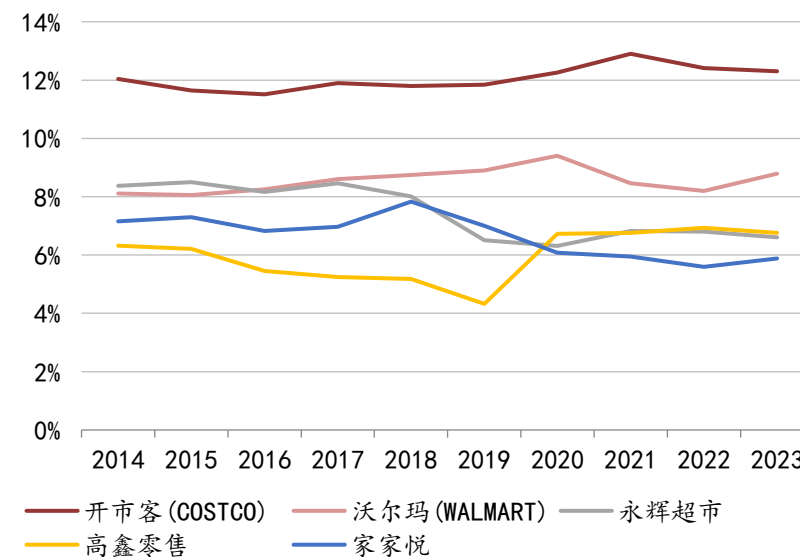
图表：超市可比公司毛利率



图表：超市可比公司净利率



图表：超市可比公司存货周转率



24年以来，以胖东来帮扶步步高、永辉超市两家上市公司为契机，拉开了全国商超领域调改的大幕。国内全国性连锁商超龙头大润发、联华超市、卜蜂莲花以及区域性商超龙头家家悦、重百、中百等开启自主调改路线，并明确提出25年及以后调改规划，后续调改有望加速。各家调改整体思路方向较为明确一致，包括：

- 1) 重塑选品思路，注重商品品质、去经销商化，从传统二房东形式转为挑选消费者真正需要的商品；
- 2) 注重卖场环境、卫生与陈列，取消强制动线，强调对消费者体验的重视；
- 3) 引入加工熟食、烘焙等品类，强化体验型消费，3R品类占比显著提升。

图表：线下零售商超调改情况

	本轮调改启动时间	调改现状	未来计划
步步高	2024/03	24年3月胖东来正式宣布助力步步高超市调改；截至11/30，全国开业调改门店达10家。	预计24年底调改完成门店将达到15家，同时门店精简至27家。
永辉超市	2024/05	24年5月引入胖东来力量进行调改，后期以自主调改为主。截至12月初，全国开业调改门店达21家。	预计到25年春节前调改门店数量将增至40-50家。预计25全年至少调改100家。
重百新世纪	2024/05	24年5月深度调整采销体系，开启商超调改，目前已经开设超级市集6家，精致生活店2家，品质生活馆1家。	25年至少调改38家超市，未来2-3年完成全部超市门店调改。
中百集团	2024/07	24年7月开始自主调改，目前已开出42家中百超市调改店。	预计至24年底超市调改店将达到72家。
华润万家	2024/08	23年启动战略调整，强化精品业态，推动老店焕新。 24/8启动旗下华润万家超市自主调改。	——
百联集团	2024/09	24年9月首家联华超市自主调改店开业；目前联华在上海地区的门店完成全面的调改。	围绕3+8+N计划，在24年底前，联华超市将继续完成8家不同类型门店的焕新。以3+8调改经验为基础，2025年起，将逐步复制至全部门店。
大润发	2024/09	2024年9月，大润发鲜也乐开启学习胖东来调改会； 2020年推出大润发Super店型，2024年将其确立为第二增长曲线，以商品精选+社区食堂的自主调改模式，加速拓店，24年12月已达30家	——
卜蜂莲花	2024/10	2024年10月开始汕头金平中旅店自主调改，截至12月初湖南已有调改两家店。	后续持续调改并发力闪电仓

资料来源：方正证券研究所整理

永辉&步步高调改门店表现亮眼，调改后选品模式的商超具备强竞争力

步步高：24年3月开始启动调改，截至12/3已调改门店9家。已经调改的门店销售额翻6倍、来客数翻3倍，客单价翻1倍。24年10月已调改8家门店日销平均为91万。

永辉超市：24年6月启动调改，截至12/5已调改门店21家，日销至稳态翻3-5倍以上。

此外，从重百、联华超市等自主调改门店披露信息可见，调改前几日日销表现均成倍数改善，反映消费者对品质商超的关注度高。

图表：永辉超市胖东来帮扶及自主调改店调研信息对比

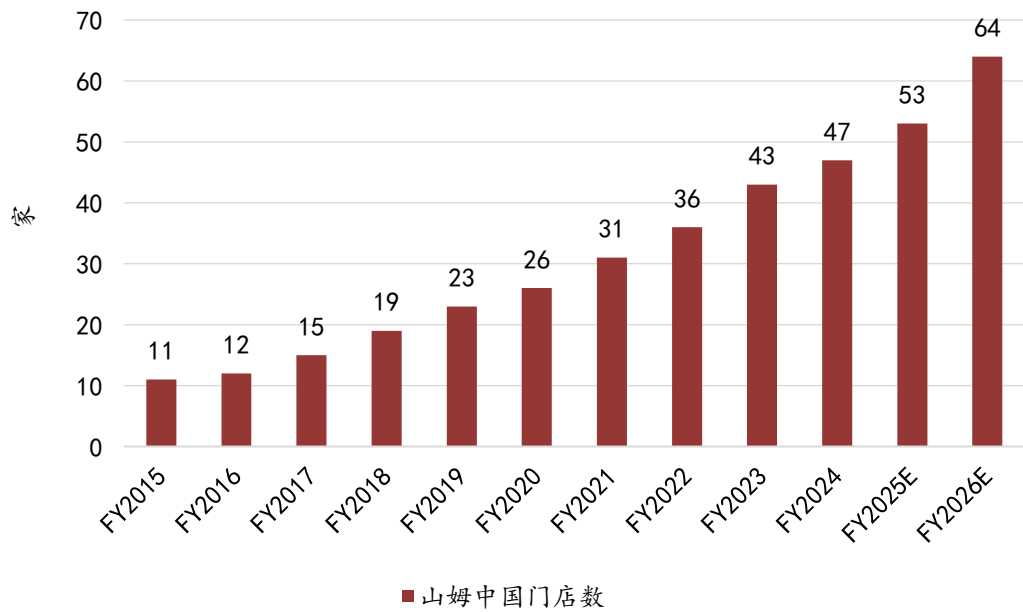
		郑州信万广场店	郑州裕华广场店	合肥东风大道店	滨江宝龙店	西安中贸广场店
基础情况	调改性质	胖东来帮扶	胖东来帮扶	自主调改	自主调改	自主调改
	经营面积	3100平	6422平	6000平	3000-3200平	5000平
	日销	调改前18万，调改后稳定在100万	调改前22万，调改后的2个月稳定在90万	调改前18-19万；调改后1个月约60多万，常态化预计45-50万。	调改前20多万；调改后2-3周稳定在70万	调改前20多万；调改后2-3周基本稳定在140万，常态化预计100万以上。
	进店客流	增加3-4倍	调改前2-3k，调改后8-10k	调改前2.7k/天；调改后，周中4.5k/天，周末6k/天	调改前2-3k，调改后8k-9k/天	调改前3-4k/天，调改后12k/天
	毛利率	调改前15-16%，调改后在18-19%；食品日用品20-21%	调改后整体15%；加工15%	调改前10%左右；调改后20%左右；自有产品毛利率在25%左右	调改前23%，调改后毛利率19%；生鲜调改前16%，调改后18%	调改前后稳定在19%-20%左右
	消费者画像	中青年、高消费群体为主	客群偏向年轻化	40%为5公里之内的顾客	以年轻家庭和上班族为主	客群偏向年轻化
员工待遇	员工数量	从60人增长至320人	从100多人增长到300人	员工数从110增长至205人，未来预估保留180人；趋向年轻化	从90多增长至200多名；趋向年轻化	调改前80-90人；调改后预计将稳定在300人；趋向年轻化；招30岁以内，保洁、搬运放宽到40岁
	平均工资	基础工资从2800增长到4500元	基础工资从2800增长到4500元	工资从3000元提升至4500元	工资从3600元提升至6000元	工资从3000元提升至4500元
商品结构	SKU	调改前1.3w，调改后1.2w	调改后1.5w，调改后1.3w	调改前1w，调改后1.3-1.5w	调改前1.4-1.5w，调改后1.1-1.2w	调改前后稳定在1-1.2w
	商品淘汰率	90%	70%-80%	70%	60%	83%
	生鲜占比	从40%+下降至17%	占比下降	生鲜的绝对值在涨，但占比下降	38%，前后持平	20%
	加工占比	占比提升最多，达到45%	-	熟食占比偏高达20%	调改前6%，调改后23%	烘焙和熟食调改前占5%，调改后30%

山姆、奥乐齐等选品模式商超在中国扩张预计将会加速

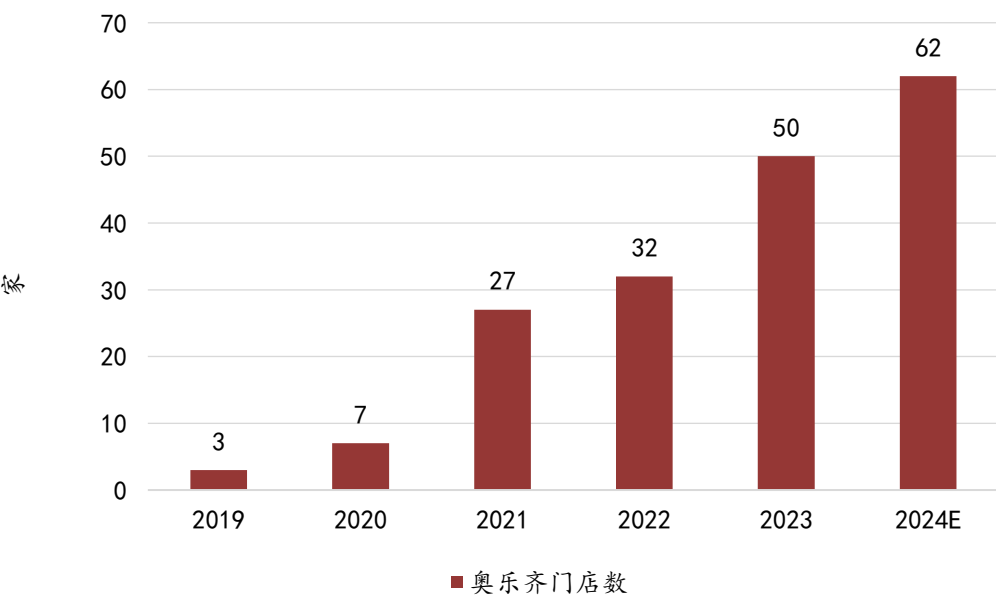
此外，原先硬折扣模式店预计将加速扩张。

- 山姆此前每年新开门店6-7家，全国截至24年12月初共51家门店，根据现有信息统计，预计FY25（截止到25/1/31）新开6家、FY26（截止到26/1/31）新开11家门店；
- 奥乐齐19年进驻中国上海6年开60余家店，25年或走出上海进驻苏州、无锡等地（据零售氪星球消息）；
- 盒马加速在江浙沪的NB店型布局，预计FY25（截至25/3）目标盒马NB 300家（财年初约110家）。

图表：山姆中国门店情况



图表：奥乐齐中国门店数



第二章：渠道发展背景下，如何选择赛道

- 1 背景：国内渠道多轮变迁，线下进入新阶段，选品模式渠道或将大放异彩
- 2 选赛道：选品模式蓬勃发展，什么样的企业会在这一轮的渠道变革中受益？
- 3 休闲食品：竞争格局明显分散的休闲食品或是选品渠道蓬勃发展中机会最明确的方向
- 4 保健品：国内与海外保健品竞争格局均非常分散，国内具备一定研发能力的代工企业或在选品渠道更具潜力
- 5 餐饮供应链：餐饮供应链企业有着强创新和多年大B服务能力，最容易切入选品模式渠道

从细分赛道来看，我们认为家电行业当前集中度已达较高水平，对选品模式渠道已不具备吸引力；但消费品中如休闲食品、餐饮供应链、保健品等格局较分散的细分行业有可能在该模式下获得超越同行的销售以及反向重塑供应链的机会。

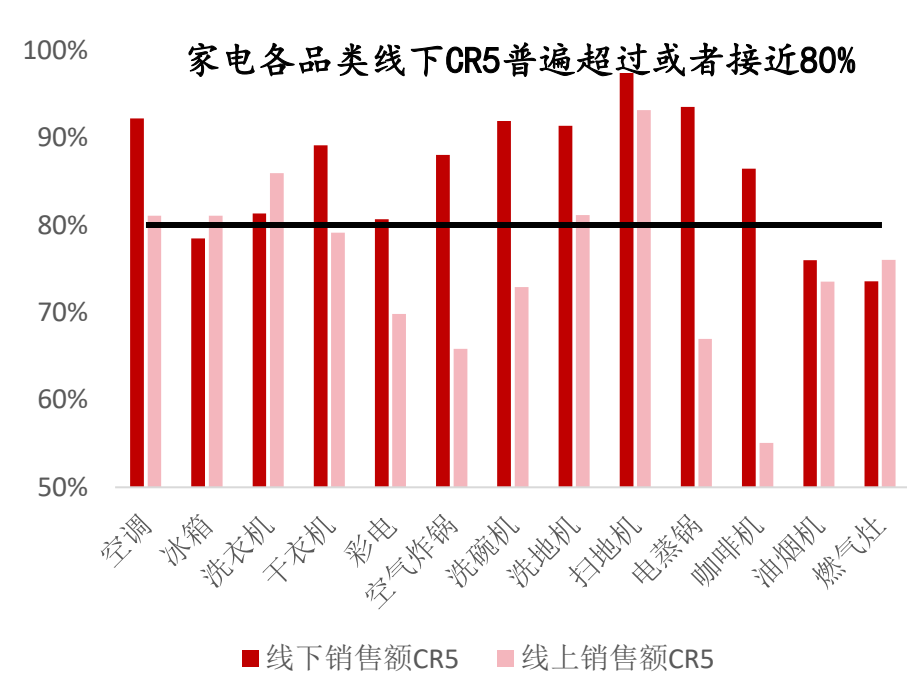
- **家电：格局稳定头部集中，龙头品牌效能凸显，已沉淀出消费者的信任。**我们认为消费品细分赛道中，家电数据高集中度、经营稳定的品类代表，根据奥维数据，2023年家电各品类线下销售额CR5均高于70%，线上销售额CR5大部分高于60%，尤其对于白电等成熟期市场，技术成熟、需求稳定下，头部效应凸显且格局基本稳定，白电三巨头格力、美的、海尔市占率不断小幅提高，CR3普遍达到60%以上。

图表：家电各品类2023年线下/线上销售额集中度统计

线下销售额市占率													
	空调	冰箱	洗衣机	干衣机	彩电	空气炸锅	洗碗机	洗地机	扫地机	电蒸锅	咖啡机	油烟机	燃气灶
CR3	81.4%	61.2%	67.0%	63.1%	64.1%	84.4%	77.8%	86.8%	92.1%	82.3%	78.2%	66.7%	65.5%
CR5	92.2%	78.5%	81.4%	89.2%	80.7%	88.1%	91.9%	91.4%	97.4%	93.5%	86.5%	76.0%	73.6%
CR10	98.4%	94.0%	89.8%	98.1%	96.6%	91.0%	99.0%	95.2%	98.0%	98.4%	89.7%	86.8%	83.3%

线上销售额市占率													
	空调	冰箱	洗衣机	干衣机	彩电	空气炸锅	洗碗机	洗地机	扫地机	电蒸锅	咖啡机	油烟机	燃气灶
CR3	67.9%	71.5%	77.6%	65.5%	51.1%	54.2%	56.9%	73.9%	72.1%	52.6%	44.3%	56.9%	58.4%
CR5	81.1%	81.1%	86.0%	79.2%	69.8%	65.9%	72.9%	81.2%	93.2%	67.0%	55.1%	73.6%	76.0%
CR10	95.4%	88.9%	92.1%	90.8%	86.8%	79.9%	82.7%	87.6%	97.8%	70.8%	60.6%	84.5%	88.5%

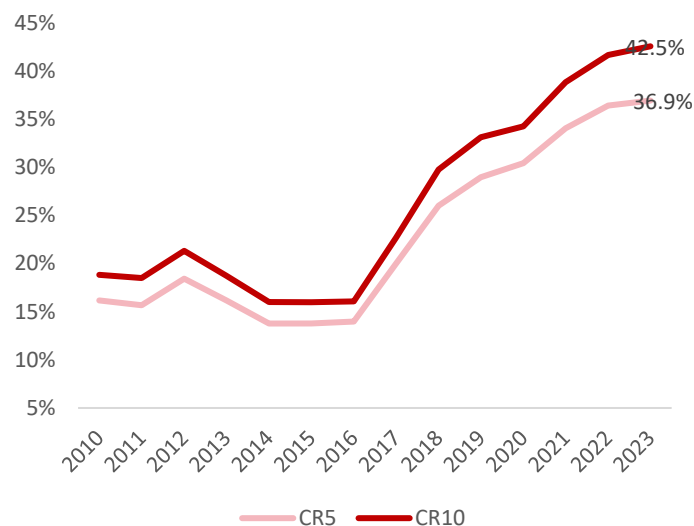
图表：家电各品类2023年线下/线上销售额CR5



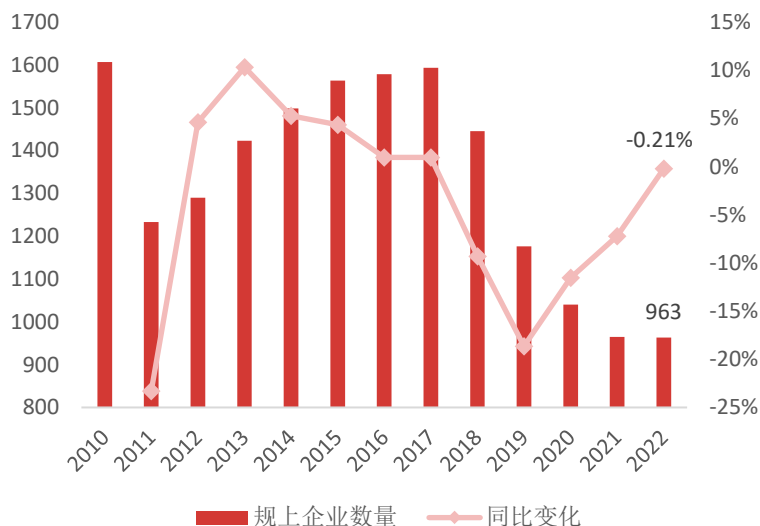
白酒：或是集中度第二高的消费子行业，高端还是主旋律，但在民酒方向已出现多个和会员制渠道或选品模式渠道深度合作大单品的案例

- **白酒：挤压式竞争下行业集中化发展，头部企业品牌为基，腰部及区域酒企探寻渠道等拓新增量。**白酒行业具备独特强品牌及消费场景属性，集中度持续提升，2010年至2023年，行业上市公司CR5从16.2%提升至36.9%，CR10从18.8%提升至42.5%，规上企业数量自2017年后处于持续下降阶段，2023年规上企业共963家，同比-0.2%。
- **行业加速集中过程中，部分白酒品牌亦开始探寻商超巨头联名合作道路。**例如盒马与光良联合开发的“五种粮食酿的酒”，售价33.9元；与汾阳王联合推出的“清香壹号”，售价39.9元；与郎酒联合推出的“精酿小郎酒”，售价21.9元。另一方面，部分地方酒企紧抓区域内龙头开展战略合作，如河南宝丰酒与胖东来战略联名，2020年率先推出“怼酒”，2022年推出“自由爱1995”，借助胖东来的优质选品能力打造良好口碑，预计24年销售额可达5亿元规模。我们认为，酒企（尤其地方企业、中部酒企）与商超巨头、连锁酒类专营店、选品渠道的合作产品中，价格带布局在大众带为多，有望增加消费者触达、强化民酒形象，并进一步贡献增量。

图表：白酒上市公司CR5/CR10变化情况



图表：白酒规上企业数量自2017年后下滑



图表：宝丰&胖东来联名推出“自由爱”入驻商超渠道



*上市公司CR5/CR10统计中剔除顺鑫农业

- 1 背景：国内渠道多轮变迁，线下进入新阶段，选品模式渠道或将大放异彩
- 2 选赛道：选品模式蓬勃发展，什么样的企业会在这一轮的渠道变革中受益？
- 3 休闲食品：竞争格局明显分散的休闲食品或是选品渠道蓬勃发展中机会最明确的方向
- 4 保健品：国内与海外保健品竞争格局均非常分散，国内具备一定研发能力的代工企业或在选品渠道更具潜力
- 5 餐饮供应链：餐饮供应链企业有着强创新和多年大B服务能力，最容易切入选品模式渠道

中式零食行业集中度低，选品式零售终端扩张，优质供应商有望获取更多市场份额

中国零食行业集中度较低。零食大盘CR3从2015年的12.5%下降至2024年的11.1%，CR5从15年的16.8%下降至24年的16.5%，24年CR10仅为24%。

中式零食行业集中度低于西式零食。分品类来看，冰淇淋、糖巧、饼干品类的集中度高于大盘，远高于咸味零食，24年冰淇淋、糖巧、饼干的CR3分别为46.1%、34.9%和26.7%，而咸味零食的CR3仅为10.6%，24年咸味零食CR5、CR10分别为14.8%和20.9%，均显著低于冰淇淋等西式零食。

中式零食行业集中度低原因包括：①中式零食品类较多，许多产品源于餐桌产品，标准化程度低；②行业进入壁垒较低，，渠道不具备选品功能，小厂家生产的低质高毛利产品具有生存空间。

山姆选品式零售终端扩张，优质供应商市场份额有望逐步提升。随着山姆等会员店持续扩张&越来越多的商超向山姆渠道学习，优质供应商能够通过创新产品和高品质产品抢占更多市场份额。

中国零食大盘及细分品类行业集中度（%）

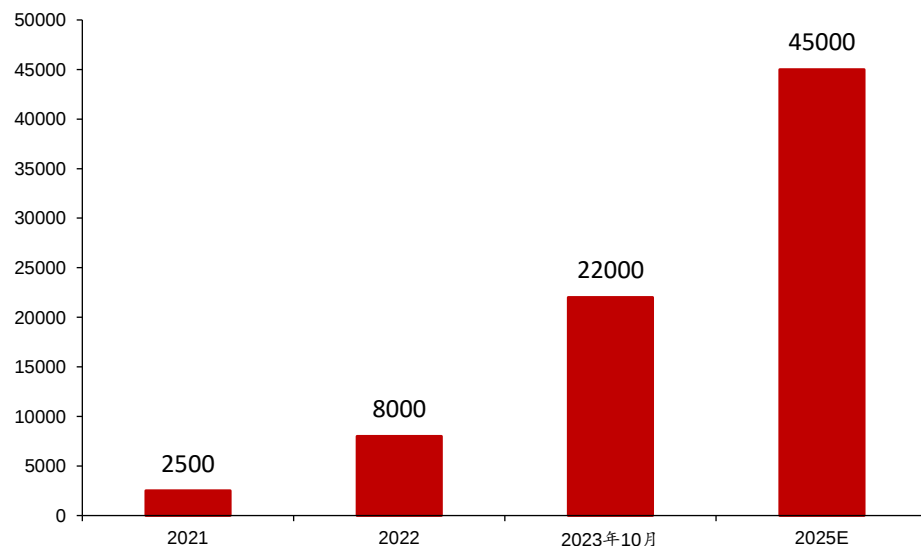
		2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
CR3	零食大盘	12.5	11.7	11.4	11	10.6	10.6	10.5	10.4	10.7	11.1
	冰淇淋	31.9	31.8	33.2	34.3	33.7	35.7	38.6	44.2	45.7	46.1
	糖巧	33.2	31.9	31.8	32.1	32.2	32.9	33.1	34.1	34.3	34.9
	饼干	22.7	21.7	22	22	21.7	22.1	22.6	24.6	25.8	26.7
	咸味零食	10.1	10.3	10.7	10.8	10.7	12	11.6	10.9	10.7	10.6
CR5	零食大盘	16.8	15	15.6	15.2	15	15.6	15.5	16.1	16.3	16.5
	冰淇淋	38	37.6	39.2	40.2	39.5	41.5	43.6	48.8	50.7	51
	糖巧	40.5	39.5	39.8	40.1	40	41.2	41.7	43.2	43.6	44.4
	饼干	28.9	27.7	28.1	28.2	27.8	28.1	28.7	30.9	32.4	33.6
	咸味零食	14	14.5	14.7	14.9	14.8	16.5	16.2	15.6	15.1	14.8
CR10	零食大盘	24	22	23.1	22.8	22.7	23.8	23.6	23.7	23.6	24
	冰淇淋	46.4	46.2	48.2	49.3	48.3	50.4	53	57.7	59.3	59.9
	糖巧	52.3	50.6	49.9	49.4	49.5	51.3	51.8	53.5	53.9	55
	饼干	40.9	40.3	41.1	41.7	41	40.1	41.2	43.4	44.6	45.6
	咸味零食	20.9	22.3	22	22.4	22.6	23.6	23.3	22.5	21.6	20.9

硬折扣零食量贩凭借高效低价快速崛起，下游集中度提升带动上游品牌商集中度提升

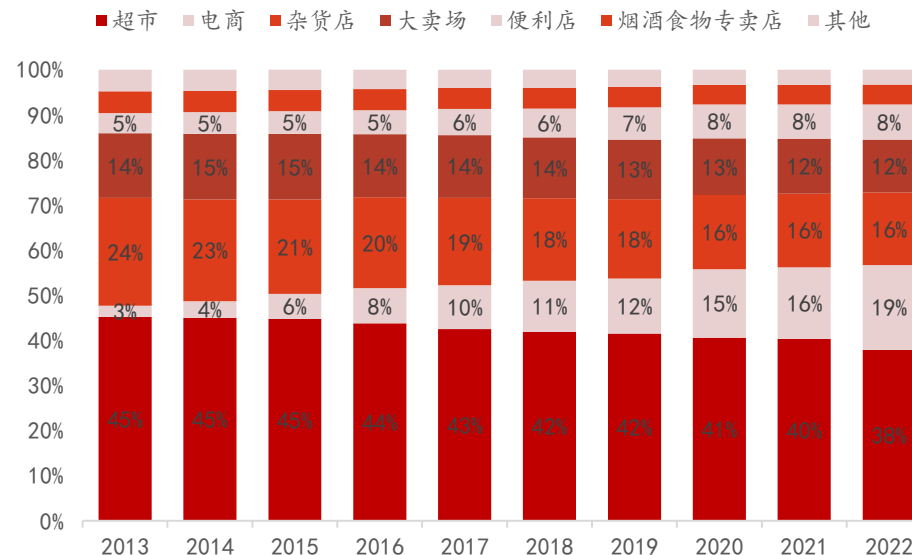
零食量贩成为零食渠道重要组成部分。量贩零食渠道近年来快速发展，预计2025年国内量贩零食门店数将达到4.5万家。假设一家门店年营收为500万元，零食量贩系统营收为2250亿元，预计占零食行业大盘（1万亿）的22.5%，仅次于超市渠道。

零食量贩缩减中间环节实现高效低价，满足消费者多快好省需求。零食量贩系统普遍不收陈列费、进场费，通过总部直采直供压缩流通层级，由从传统的“厂商-多级经销商-终端”转变为“厂商-零食系统-终端门店”，同时通过更好的结算条件如更短的账期等减少加价倍率。门店经营以商品动销为核心，实行数据驱动的高效采买体系，集中采购数据、每个门店销售占比等数据通过数字化分析工具可以高效识别并下架动销差的产品。对消费者来说，零食量贩店通过贴近社区的选址、丰富多样的SKU、更低的价格和良好的购物场景实现了多快好省。

量贩零食门店快速增长



2022年零食行业渠道结构

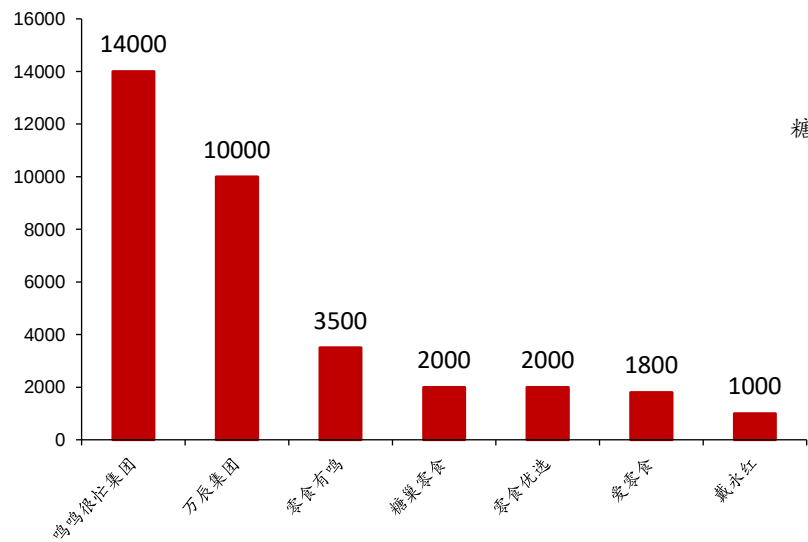


零食量贩凭借高效低价快速崛起，下游集中度提升带动上游品牌商集中度提升

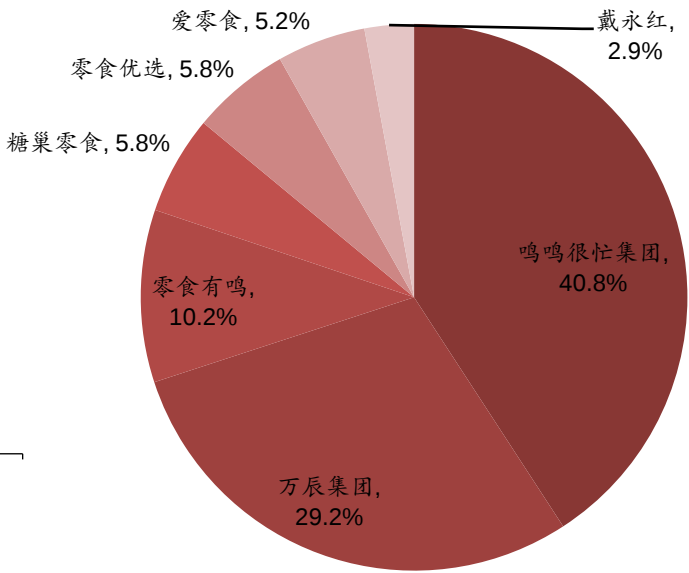
规模制胜导致下游集中度高。量贩零食采取低毛利高周转的运营模式，通过“低成本-规模增长-规模效应降低成本”的飞轮效应实现不断扩张，头部企业建立规模优势后竞争力不断增强，行业集中度不断提升。鸣鸣很忙集团和万辰集团作为行业头部两家企业，门店数量分别为1.4万家（24年10月）和1万家（24年9月），CR2约为70%，由于零食量贩店大都采取统一的供应链货盘，因此下游零售系统集中将带来上游供应商的份额集中。

零食量贩及山姆会员店单sku体量较大，上游供应商导入SKU后可快速起量。以万辰集团为例，预计其2024年量贩零食营收达到300亿以上，终端零售额约为375亿元，其SKU大约为2000个左右，单品sku体量平均约为1875万元。山姆会员店23年实现营收800亿元，其SKU约为4000个，平均单SKU体量为2000万元。

零食量贩主要企业门店数量（截止24年10月）



零食量贩行业集中度较高



零食系统和山姆会员店单品SKU体量较大

	万辰集团	山姆会员店
零售营收规模	375亿（24年）	800亿（23年）
SKU数量	约2000个	约4000个
单品SKU规模	1875万元	2000万元

盐津铺子：品类渠道双轮驱动，供应链向上游多走一步，保证产品差异化&成本领先

公司概况：近年来公司顺应性价比趋势，通过提升自动化程度和布局上游原料实现降本增效，积极拥抱量贩零食和抖音等高性价渠道实现高速增长，23年以来基于供应链优势打造差异化品类品牌（大魔王魔芋素毛肚和蛋皇鹌鹑蛋），24年6月拓展山姆、盒马等高势能渠道实现进一步增长。

供应链优势：①**鹌鹑蛋：**2023年在江西修水投资建成了全国最大的专业鹌鹑养殖农场，通过科学养殖实现无抗生素可生食，生产过程中采用0防腐剂、0人工色素添加，契合健康化消费趋势。②**大魔王魔芋素毛肚：**控股魔芋原料头部供应商，在云南建设魔芋精粉加工基地。③**果干：**2017年在广西建立果干加工基地，在泰国、柬埔寨、越南先后建立起四个产业链前端工厂，深度布局果干上游原料，芒果干、草莓干、菠萝干等高端果干年加工量可达1万吨以上。④**薯片：**在新疆塔城建设1万吨马铃薯全粉加工基地，保证原料供应稳定降低成本。

会员店渠道进展：①**山姆：**24年6月拓展蛋皇鹌鹑蛋，产品卖点为无抗生素、获得可生食认证、6小时新鲜直达，目前位列肉干肉脯榜TOP1，月销10万件以上。②**盒马会员店：**大魔王麻酱素毛肚产品上市首月突破10万份。

未来展望：公司加大品类品牌建设，在供应链优势赋能下，未来鳕鱼肠、果干等产品有望拓展至会员店渠道。

蛋皇鹌鹑蛋位列山姆肉干肉脯榜TOP1

盒马会员店大魔王魔芋素毛肚



甘源食品：调味基因铸就坚实壁垒，研发为基持续打造创新产品

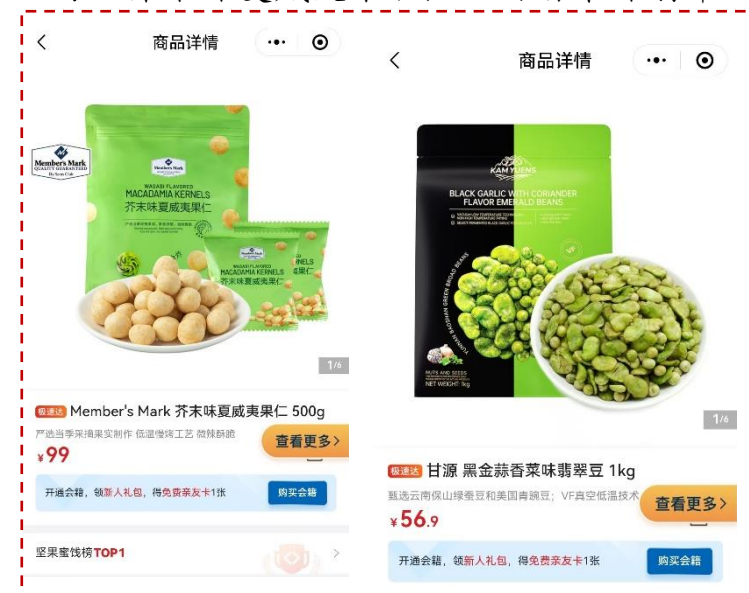
公司概况：传统炒货起家成就老三样品类龙头，近年来公司产品矩阵从老三样扩充至调味坚果、膨化烘焙等，公司在老三样市场具有较强的品牌心智，保持稳健增长。坚持全渠道覆盖，近年来积极拥抱山姆、量贩零食、抖音等新渠道，基于强大产品力成为较早一批与山姆渠道合作的供应商，且持续拓品。

供应链优势：公司产品研发实力领先行业，在调味方面积累了强大的工艺壁垒，老三样产品市场份额显著领先行业，23年推出冻干水果坚果，利用水果对坚果产品进行调味，基于强大研发生产实力实现产品调味的标准化。

会员店渠道进展：①**山姆：**21Q3芥末味夏威夷果进入山姆渠道，目前仍位列山姆坚果蜜饯热度榜第一。24年10月新品黑金蒜香菜味翡翠豆进入山姆渠道，实现SKU拓展；②**盒马：**拓展芥末味绿蚕豆和老三样等产品；③**开市客：**拓展冻干芒果腰果等产品。

未来展望：24年秋糖公司推出了许多差异化新品，包括锅巴系列、黑巧系列、米饼薯片系列和薯条系列等，通过差异化的原料和口味创新，市场反馈良好，未来有望拓展会员店和现代商超等高势能渠道。

山姆：芥末味夏威夷果和黑金蒜香菜味翡翠豆



盒马：芥末味绿蚕豆



开市客：冻干芒果腰果



甘源秋糖新品



劲仔食品：鱼制品龙头产品创新引领行业，高品质溏心鹌鹑蛋有望突破会员店渠道

公司概况：主营产品为鱼制品、禽类制品、豆制品等系列，拥有“二十亿级”大单品劲仔深海小鱼、“十亿级”潜力大单品鹌鹑蛋、“两亿级”实力单品豆干和肉干、“亿元级”单品魔芋等产品系列。

供应链优势：①**鱼制品：**深耕鱼制品10多年，布局肯尼亚深海鳀鱼资源，拥有0添加防腐剂工艺；②**鹌鹑蛋：**行业首创无抗可生食溏心鹌鹑蛋，叶黄素含量为鸡蛋3倍，营养丰富。

会员店渠道进展：盒马：23年3月与盒马联合推出劲仔头条鱼，精选4-6cm深海鳀鱼，采用0添加防腐剂、0添加人工色素和0添加糖，契合健康化消费趋势。

未来展望：深海鳀鱼、溏心鹌鹑蛋为差异化创新升级产品，契合健康化消费趋势，未来有望拓展山姆等会员店渠道。

盒马限定劲仔头条鱼



行业首创溏心鹌鹑蛋



有友食品：泡椒凤爪龙头研发实力强劲，主动变革新品&新渠道持续拓展

公司概况：有友食品为国内泡椒凤爪行业龙头，近年来主动变革拥抱新兴渠道，包括山姆会员店、量贩零食渠道、抖音渠道，大力开发无骨鸭掌、鸡脚筋等新产品，Q3营收环比增长40.37%，经营拐点显现，品类&渠道扩张驱动下增长可期。

供应链优势：深耕泡卤制品20余年，泡卤生产工艺壁垒深厚，无添加防腐剂等情况下实现较长保质期。禽类食品生产经验丰富，口味独特。

会员店进展：①山姆：24年无骨鸭掌Q3进入山姆渠道，月销10万件以上，位列山姆肉干肉脯榜TOP2，预计月销在千万以上。②开市客：拓展了泡凤爪和素食记忆产品；③盒马会员店：无骨乌鸡凤爪和泡凤爪。

未来拓品展望：公司新品鸡脚筋精选鸡腿软骨，0添加防腐剂，市场反馈良好，抖音月销300万以上，未来有望拓展至会员店渠道。

无骨鸭掌位列山姆肉干肉脯榜TOP2



开市客泡凤爪和素食记忆



盒马无骨乌鸡凤爪



新品鸡脚筋



洽洽食品：供应链为基，高品质&强品牌背书，瓜子坚果双轮驱动

公司概况：瓜子&坚果行业头部品牌，公司以瓜子起家，产品实现从原味瓜子向风味瓜子，再到葵珍高品质瓜子的持续扩张，不断做大瓜子营收规模，品牌知名度和美誉度持续提升，坚果方面坚持高品质坚果定位，每日坚果及风味坚果市场反馈良好。全渠道积极拥抱量贩零食、会员店等新渠道。

供应链优势：①**瓜子：**与农户深度合作，与种子公司合作推广优势品种，加强上游供应链管控能力，降低成本，建立了“公司+育种机构+推广合作人+种植户”的网络式订单农业体系，目前拥有100多万亩葵花种植基地与2万多亩坚果果种植基地。②**坚果：**研发坚果保鲜技术，从全球10大产地100%直采当季新鲜坚果；温度20°以上采用冷链运输，温湿度全程监控，采用奶粉级保鲜包装，包装袋内含氧量不得超过1%，实现坚果新鲜口感，减少营养流失。

会员店渠道拓展：①**山姆渠道：**22年起海盐冰奶瓜子、缤纷瓜子山姆会员店，葵珍产品在高品质363葵花籽基础上精选大颗粒瓜子，通过多轮筛选严格保证品质，年货节销售约4000-5000万。24年新拓展意式火腿风味坚果仁和生香有机核桃仁。②**盒马：**拓展原味瓜子、风味瓜子、每日坚果小黄袋。

未来展望：公司通过多年积累具备一定的品牌势能，占据高品质瓜子坚果心智，有望通过开发更多口味创新型产品和高品质健康化产品实现营收增长。

山姆渠道持续拓品



海盐冰奶瓜子



葵珍瓜子十斤选1两



意式火腿风味坚果仁



生香有机核桃仁

2022年

2023年

2024年

好想你：红枣品类之王，顺应健康化消费趋势，强供应链赋能拓展高势能会员店

公司概况：红枣第一家上市公司，聚焦健康食品赛道，依托红枣+食药同源创新研发机制，不断开发食养、食疗、食补健康食品，高端红枣为第一业务曲线，大单品红小派为第二曲线，截止24H1已覆盖超5万家渠道网点，23年3月上市累计销售超3亿元。

供应链优势：①**红枣：**深耕红枣产业三十余年，红枣采购、深加工经验丰富，建设万吨智能冷库，低温锁鲜，确保原红枣高品质的新鲜感。②**冻干产品：**投资3.6亿元建设国内首条高智能自动化FD车间，空气纯净度符合国际医药行业GMP标准，采用冻干锁鲜技术保留食物营养成分。

会员店渠道进展：①**山姆：**目前拓展了精选免洗灰枣和免洗去核灰枣两个产品，精选免洗灰枣在南北干货榜排名第一，月销5万件+。②**盒马：**SKU包括每日红枣、报喜一级灰枣、28度锁鲜免洗红枣、枣夹核桃。

未来展望：公司开发的清菲菲等冻干产品采用冻干锁鲜技术，红枣核桃派、红枣芝麻丸等产品契合健康化消费趋势，未来有望拓展山姆等会员店渠道。

山姆：精选免洗灰枣位列南北干货排行榜第一

商品详情

¥89.9

极速达 好想你 免洗去核灰枣 2kg(125g*16)

第三代锁鲜技术 口感更佳；单粒克重 ≥ 5g 肉质饱满

好想你 精选免洗灰枣 1千克(125g*8)

六重清洗，安心食用；第三代锁鲜技术，口感更佳

¥39.9

开通会员，领新人礼包，得免费券发卡1张

立即购买

南北干货热度榜

1. 好想你 精选免洗灰枣 1千克(125g*8) ¥39.9

2. Member's Mark 精选红肉枣 600g ¥64.9

3. Member's Mark 枣糕 250g ¥32.8

4. 买品元 黄金蜜枣(品质优) 420g ¥39.9

盒马系统进驻多个SKU

¥46.5/盒 ¥41.9/盒(会员)

好想你 每日红枣 840g

盒装 原味 新疆灰枣 鲜甜免洗

新疆一级灰枣，自然成熟晒干；多重清洗杀菌，方便食用；肉厚，核小，劲道，甜度高

¥54.9/盒

好想你 28度锁鲜枣(免洗红枣) 900g

盒装 原味 鲜甜免洗 免洗锁鲜

28度黄金鲜甜比，果肉饱满紧致有弹性，宛若鲜枣的口感。

¥59.9/袋

好想你 报喜一级灰枣 1.088kg

新疆红枣 喜事喜枣

精选新疆优质灰枣；喜事喜枣，多重清洗杀菌，独立包装，方便卫生，可多种搭配；

¥56.9/盒

好想你 灰枣夹核桃 660g

去核 盒装 甜中夹脆 个大饱满

甜糯灰枣，酥脆核桃仁，双重营养+双重口感，元气搭配健康加倍

雀巢：全球领先食品饮料企业，合作高势能渠道拥抱健康减糖新趋势

公司概况：成立于1866年，是全球最大的食品饮料公司之一，主营产品包括饮用水、乳制品、婴幼儿营养品、糖果和巧克力、咖啡和茶、宠物食品等。雀巢进入30多年来实行本土化策略，1999年与太太乐食品成立合资公司，2002年与豪吉成立合资公司，2010年与大山成立合资公司，2011年与银鹭和徐福记分别成立合资公司，2023年中国市场实现营收436亿元，

供应链优势：全球化研发中心支持，在国内运营22家工厂、3个研发中心和5个创新中心，拥有超过2.6万名员工。

会员店渠道进展：①山姆：半糖威化巧克力拥麦芽糖醇替代蔗糖，总含糖量减少50%，趣满果爆浆软糖富含膳食纤维和铁含量，含糖量为0。②盒马：目前有脆脆鲨威化饼干、威化黑巧克力和早餐谷物产品。

山姆渠道产品注重健康化趋势



2/8

¥79.8

雀巢奇巧 半糖威化黑巧克力 456g

麦芽糖醇100%替代蔗糖 黑巧口味，符合当下趋势 总含糖量减50% 可回收牛皮纸盒分享装



2/8

¥59.9

雀巢 (Nestle) 趣满果0糖爆浆软糖 血橙味 450g

极速达 富含美国FDA注册膳食纤维VITAFIBER；血橙汁源自意大利

盒马渠道进驻巧克力、饼干和早餐谷物产品



1/5 评价 详情

¥39.9/盒

Nestle/雀巢 脆脆鲨 涂层威化饼干 巧克力味 18.6g*40

盒装 巧克力味 浓醇爱心 精心烘焙 >

香浓酥脆，口感顺滑



1/5 营养 评价 详情

¥16.9/袋

Kitkat/雀巢奇巧 威化黑巧克力 120g

原味 精选材料 醇正香浓 >

进口优质原材料，纵享甜蜜



2/6 营养 评价 详情

¥25.9/盒

2件到手约¥19.43/盒 >

满2件7.5折 >

雀巢 可可味滋滋营养早餐谷物 醇正巧克力口味 330g 菲律宾进口

营养丰富 食用简单

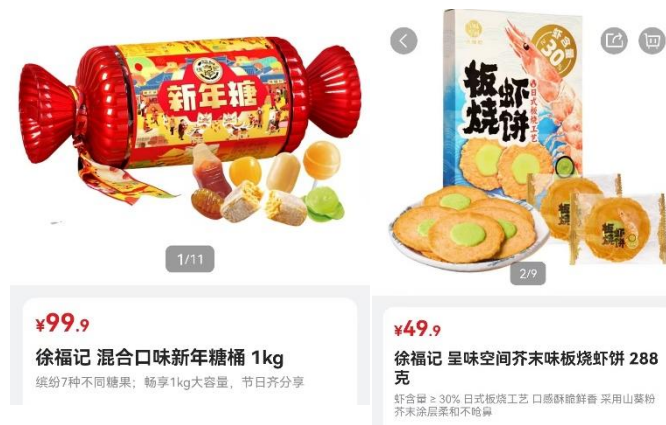
徐福记：国内糖巧品类第一梯队，高端会员店贡献积极增量

公司概况：徐福记由来自中国台湾的徐氏四兄弟于1992年创立，主要生产糖果、糕点、沙琪玛、巧克力及果冻等休闲糖点食品。徐福记在全国拥有超过3500家经销商，服务超过300,000家终端门店，属于国内糖巧品类第一梯队。

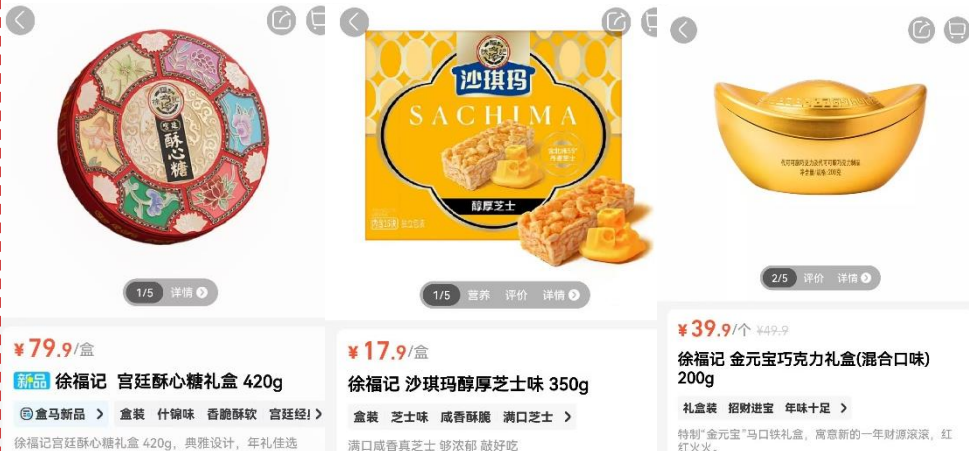
供应链优势：主要的生产基地坐落于广东东莞，总占地面积超过50万平方米，拥有38个大型现代化车间，126条高品质自动化生产线，散、包装类糖点食品超过1200多个款式，日产能超过1600吨。

会员店渠道进展：①**山姆：**新年糖桶对口味和品质进行全面升级，包装上融入中国传统文化元素，年味更足；板烧虾饼甄选海虾，海虾含量 $\geq 30\%$ ，采用明火板烧工艺，采用山葵粉、芥末涂层柔和不呛鼻。②**盒马：**醇厚芝士味沙琪玛、新品宫廷酥心糖礼盒和金元宝巧克力礼盒。③**开市客：**2024年经典年货产品酥心糖桶、牛轧糖桶等成功上架美国开市客。

山姆渠道：新年糖桶和芥末味板烧虾饼



盒马拓展多个SKU且不断上新



徐福记上架美国开市客



溜溜果园：梅类领导品牌，借助高势能渠道触达高消费人群实现业绩增量

公司概况：2006年5月推出「溜溜梅」品牌，主要产品为青梅、李梅、西梅三大梅类产品，深耕梅类产业二十余年，18年实现营收8.73亿元。

供应链优势：全产业链布局，福建诏安、安徽黄山、江苏、浙江等地拥有多个青梅种植基地，累计面积 10 万余亩，在安徽、福建等地建立工厂，建设了超过 70 万平方米的青梅、果干加工基地，每年拥有10万多吨的青梅收购、加工能力。

会员店渠道进展：①山姆渠道拓展皇梅产品，0添加防腐剂和0人工色素，配料表仅青梅、白砂糖、海藻糖和海盐4种，精选A类大果，采用去核工艺和创新锁酸工艺，保留梅果天然有机酸。②盒马：梅冻蒟蒻果冻采用0防腐剂、0人工色素工艺，新品台湾凤梨啵啵梅将青梅与凤梨结合，实现清奇口味。

山姆渠道皇梅产品



盒马渠道：梅冻蒟蒻果冻和台湾凤梨啵啵梅

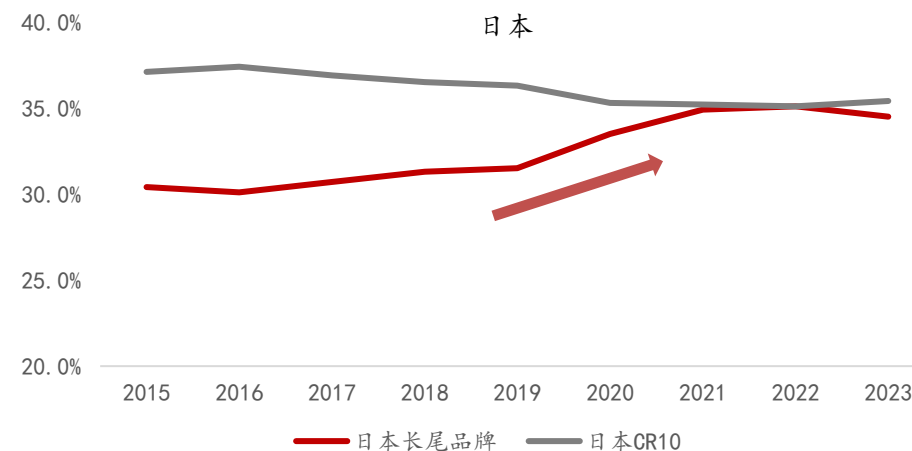
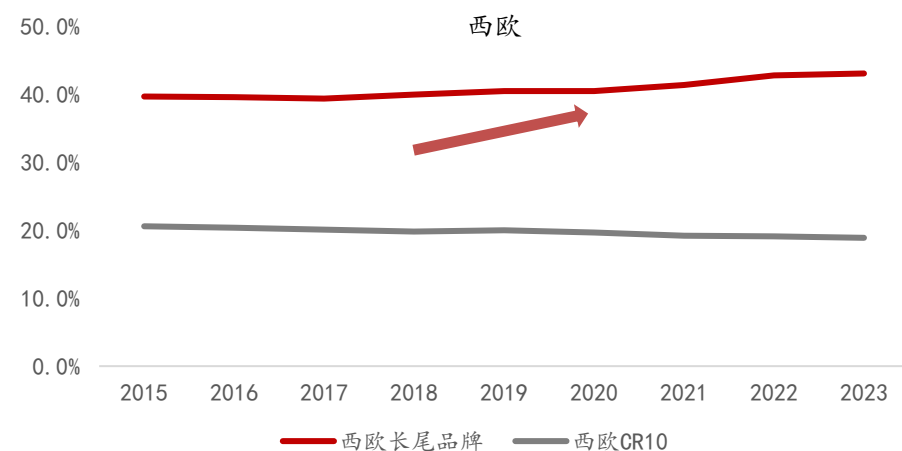
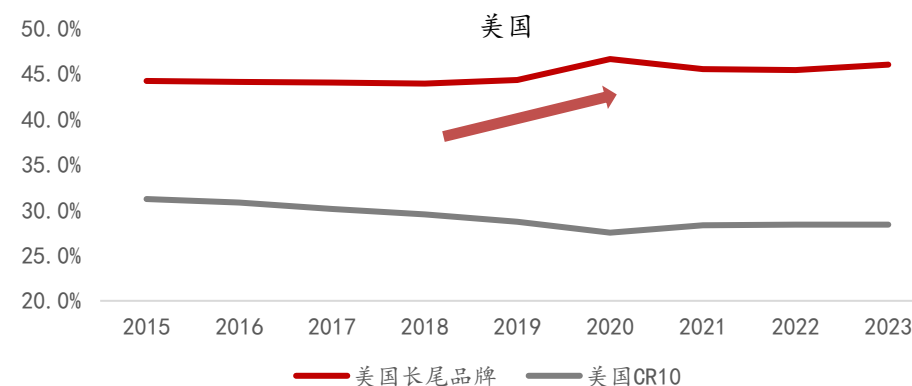
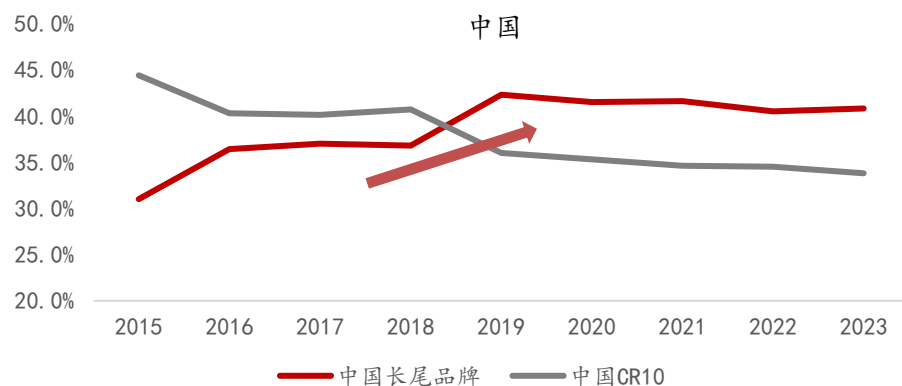


- 1 背景：国内渠道多轮变迁，线下进入新阶段，选品模式渠道或将大放异彩
- 2 选赛道：选品模式蓬勃发展，什么样的企业会在这一轮的渠道变革中受益？
- 3 休闲食品：竞争格局明显分散的休闲食品或是选品渠道蓬勃发展中机会最明确的方向
- 4 保健品：国内与海外保健品竞争格局均非常分散，国内具备一定研发能力的代工企业或在选品渠道更具潜力
- 5 餐饮供应链：餐饮供应链企业有着强创新和多年大B服务能力，最容易切入选品模式渠道

保健品行业：对比海外和中国，品牌端市占率均非常分散

保健品长尾品牌占比提升趋势明显，品牌端竞争激烈，消费者对于保健品品牌的意识较为模糊。2023年，在营养健康食品行业中，中国/美国/西欧/日本CR10品牌市占率分别为34%/28%/19%/35%，头部品牌集中度较低，长尾品牌的市占率分别为41%/46%/43%/35%，保健品品牌端呈现长尾品牌多，且长尾品牌的市占率提升趋势显著。我们认为，营销方式多样、市场竞争激烈、新功能新品类层出不穷是中国保健品头部品牌市占率难以提升的主要原因。这也体现出，除多年进行品牌投入的汤臣倍健以及一些跨境品牌外，中国消费者在购买保健品时对于品牌的意识不强。

图表：中国、美国、西欧、日本的保健品品牌CR10和长尾品牌市占率情况

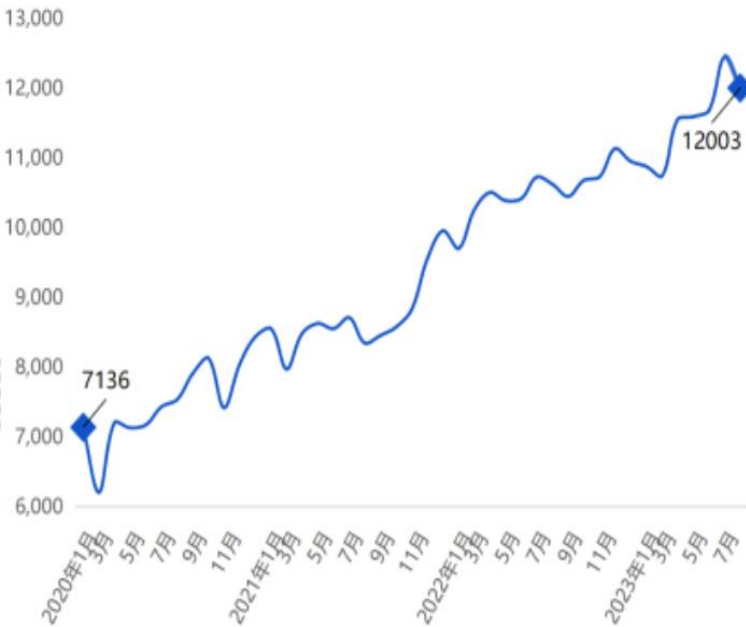


保健品代工企业CR5不足20%，代工生产企业规模分布呈现金字塔型，头部企业正在通过全产业链全剂型的优势突出其竞争力。根据仙乐健康年报信息，2023年中国营养健康食品CDMO行业前五大企业市场份额合计不足20%，竞争格局分散，中国主要的生产商包括艾兰得、仙乐健康、大江生医、百合股份、衡美健康等，头部生产商均重视研发投入，拥有多剂型的产能布局。从代工企业的规模分布来看，十亿级企业屈指可数，行业内拥有单一剂型产能布局的小厂商居多。目前我国营养健康食品行业处于规范化发展的起步阶段，据欧睿国际研究，零售端中大型品牌对代工生产商的资质、研发和生产能力提出更高要求，尤其是会员店渠道对于代工企业的供应链要求极高，创新能力强、品质佳及品控稳定、服务能力出色、具备规模优势的代工厂将会持续获得客户的认可，目前仙乐健康、百合股份、艾兰得已进入部分会员店商超渠道，我们预计随着会员店渠道在中国的扩张，未来保健品代工企业头部集中趋势将更加明显。

图表：中国主要的保健品中游生产商的情况

公司名称	成立时间	收入规模	业务结构	生产及研发基地	剂型及产品
仙乐健康	1993年	36亿元（2023年）	B端	7大生产基地，分别在汕头、马鞍山、珠海、德国法尔肯哈根、美国加利福尼亚州	软胶囊、植物软胶囊、营养软糖、益生菌、片剂、粉剂、硬胶囊、营养饮品等多个剂型
TCI大江生医	1980年	19亿元（2023年）	B端	6大精准智造中心，主要分布在磐石园区、磐石生产中心、上海金山生产园区和美国犹他园区	主要产品为保健食品及美容保养品，包括功能性饮品，软胶囊、硬胶囊、锭剂、粉剂、液态包、果冻等保健食品，以及搭载LipoButy™微美科技面膜、眼膜、精华液及霜等美容保养品
百合股份	2005年	9亿元（2023年）	B端:C端=84%:16%	8座数字化智能生产工厂，包括软胶囊、固体制剂、液饮、软糖、粉剂、益生菌、运动营养和孕婴童特膳食品生产工厂	生产软胶囊、硬胶囊、片剂、粉剂、口服液、滴剂、瓶装饮品及袋装饮品等，拥有“百合康”、“福仔”、“鸿洋神”及“足力行”等自主品牌
艾兰得	1998年	13亿元（2020年）	B端+C端	11个生产基地，横跨亚、美、欧，包括江苏靖江、浙江海宁、江苏泰州、加拿大、美国以及英国	产品包括片剂、粉剂、软胶囊、硬胶囊、凝胶糖果、益生菌、软糖以及液体制剂在内的多种剂型
衡美健康	2011年	10亿元（2023年）	B端	2大生产基地，包括浙江吉美食品工厂和衡美杭州工厂	产品包括粉剂、液体、棒类、糖果、烘焙等形式，覆盖体重管理、运动营养、美丽营养等主流细分市场，并拓展至健康零食、肠道健康、身体营养、基础营养等新领域

图表：2020年1月-2023年7月，淘宝天猫保健食品/膳食营养补充食品活跃品牌数，单位：个



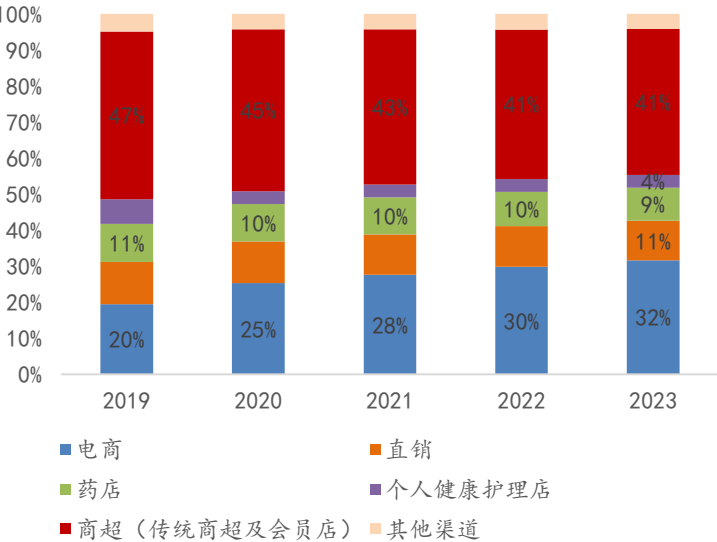
资料来源：各公司官网、wind、衡美健康

保健品行业：选品模式为主的高势能渠道或将带来保健品赛道供应链端新机遇

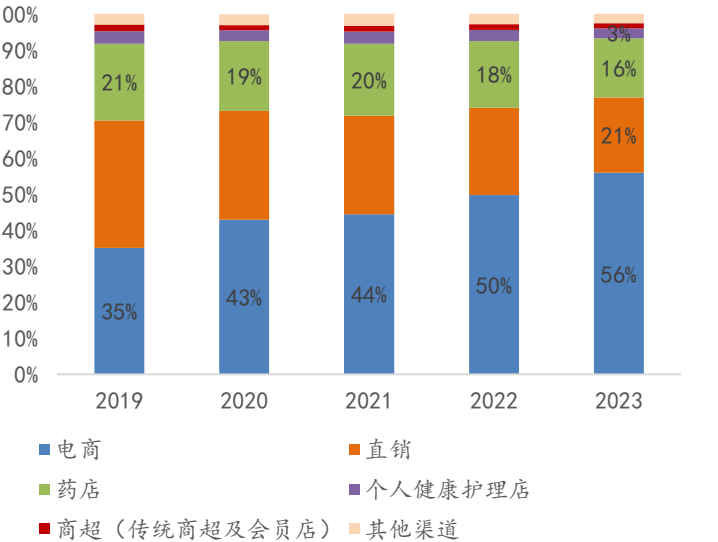
中国保健品销售额在传统商超及会员店渠道的占比低，随着高势能的会员店及新商超的渠道扩张，具有优质供应链的保健品企业有望受益。近五年来，传统电商和兴趣电商接过了保健品市场增长的大旗，电商销售额占比持续提升，2023年占比已达到56%。2024年Sams、Costco等外资会员店宣布在中国加速开店，胖东来等新零售业态崛起，高品质高性价比的商超类型带动客流出现新的增长。从美国的保健品销售渠道来看，2023年传统商超以及会员店的销售额占比达到41%，尤其会员店渠道在近三年稳定维持在占比10%的水平，而中国保健品销售额在商超渠道占比仅为1%，存在较大的增长空间。

我们认为，国内保健品线上渠道占比水平较高，线上流量或逐步见顶，新的线下零售模式或有望带动保健品市场持续扩容，而会员店的选品模式决定了具有优质供应链的保健品企业才能抓住渠道变革的红利，因此，头部的保健品企业有望率先受益，以代工或品牌的模式进入该渠道。

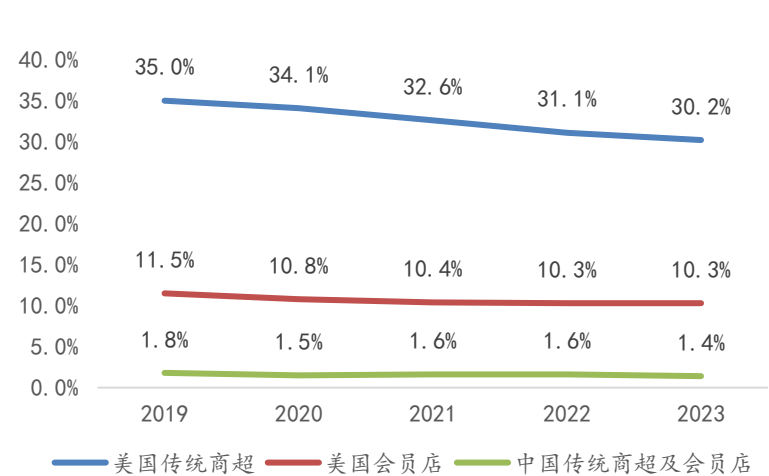
图表：2019-23年美国保健品销售渠道销售额占比变化情况，商超占比最高



图表：2019-23年中国保健品销售渠道销售额占比变化情况，电商持续提升



图表：2019-23年中国及美国保健品在商超渠道的销售占比情况



图表：当前为国内的主要会员店自有品牌代工的保健品企业

知名渠道	渠道自有品牌产品示例	涉及的代工企业
山姆会员店		仙乐健康、艾兰得
盒马盒补补		百合股份、仙乐健康
COSTCO 开市客		纽萃科（加拿大）

仙乐健康：头部CDMO企业，海内外市场共同发展，服务海外品牌具有先发优势

公司概况：公司专注营养健康食品领域30年，在中国、欧洲、美国建立了七大生产基地和五大研发中心，拥有中美欧三地协同的全球供应能力，服务全球优质客户。

客户情况：公司客户主要分布于中国、亚太、欧洲和美洲，涵盖医药企业、直销企业、非直销品牌企业、连锁药店、现代商超以及在营养健康领域拓展新业务的社交电商、食品以及化妆品企业等各种不同类型和不同经营模式的头部企业，共同构成公司稳定且具有高粘度的客户群。公司与健合、拜耳、玛氏、科汉森、西门子、天猫国际等知名企业建立了战略合作关系，在海外品牌客户合作方面具有先发优势。公司的产品和服务得到了客户和行业的高度认可，获得多家供应商的年度最佳供应商称号以及天猫健康年度品类共建工厂等荣誉。

会员店合作情况：①**山姆会员店：**为山姆自有品牌代工软糖、蛋白粉等剂型产品；②**盒马盒补补：**为盒补补代工软糖、维生素片剂、软胶囊等剂型产品；③**COSTCO开市客：**为健美生代工软胶囊、益生菌粉、片剂等剂型产品，为迈拓代工软胶囊产品。我们预计公司持续拓展现代渠道零售商客户，不断与头部会员店/母婴店/美妆店等建立品类战略合作。

图表：仙乐健康会员店渠道的部分代工产品一览



山姆会员店



盒马盒补补



COSTCO开市客

*注：展示的产品资料来源于线上渠道

资料来源：公司公告，山姆会员商店官方

百合股份：扎根国内市场，全剂型的保健品代工&自有品牌企业，增长潜力较大

公司概况：公司发展20余年专注营养保健食品领域，在为国内外营养保健食品品牌运营商提供合同生产服务的同时，还积极发展自主品牌。产品剂型涵盖软胶囊、硬胶囊、片剂、粉剂、口服液、滴剂、瓶装饮品及袋装饮品等，并且**各剂型均形成规模化生产能力**。截至2024年上半年，公司取得保健食品批准证书及备案凭证的配方为1188个。

客户情况：公司已与国内外多家知名营养保健食品品牌运营商合作建立了长期稳固的战略合作关系，与国内外知名品牌的合作提升了公司的知名度与行业地位，吸引着更多的客户与公司合作。在自主品牌渠道方面，公司与大参林、益丰大药房、老百姓大药房、重庆万和、贵州一树等百强连锁药店直接或间接建立了合作关系，也与吉林大药房等多家区域性连锁药店保持密切合作。

会员店合作情况：目前为盒马盒补补代工软胶囊、饮品、粉剂等多个剂型的不同品类产品。我们认为，公司将持续加大现代渠道零售商客户的拓展广度和深度，该类型客户的收入贡献增长潜力较大。

图表：百合股份在会员店渠道的部分代工产品一览



*注：展示的产品资料来源于线上渠道

会员店合作情况：①山姆会员店：深度合作，为山姆自有品牌代工软胶囊、片剂、软糖等剂型的多个品类的产品；②ALDI奥乐齐：为奥乐齐自有品牌LACURA代工软糖、片剂等剂型产品。

图表：艾兰得在会员店渠道的部分代工产品一览

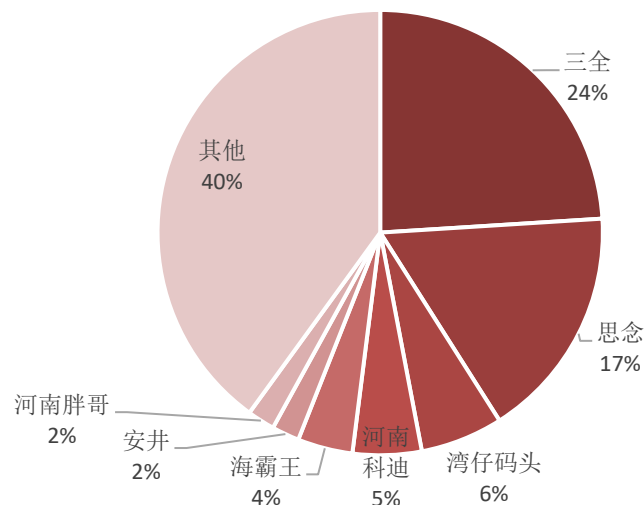


33

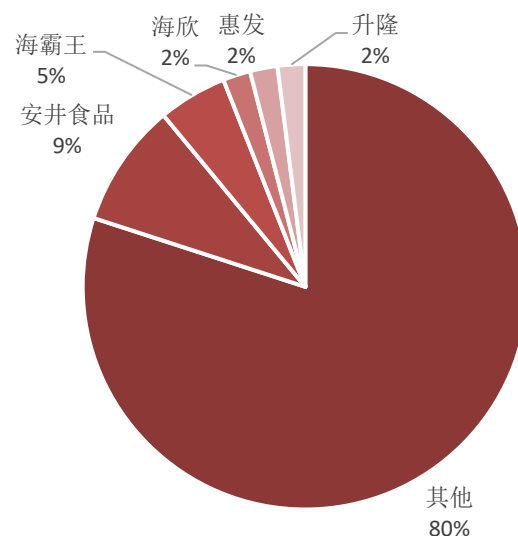
- 1 背景：国内渠道多轮变迁，线下进入新阶段，选品模式渠道或将大放异彩
- 2 选赛道：选品模式蓬勃发展，什么样的企业会在这一轮的渠道变革中受益？
- 3 休闲食品：竞争格局明显分散的休闲食品或是选品渠道蓬勃发展中机会最明确的方向
- 4 保健品：国内与海外保健品竞争格局均非常分散，国内具备一定研发能力的代工企业或在选品渠道更具潜力
- 5 餐饮供应链：餐饮供应链企业有着强创新和多年大B服务能力，最容易切入选品模式渠道

- ❑ 餐饮供应链是确保食品从源头到餐桌高效流转的全链路体系，其下游客户分为BC两端，B端主要以连锁餐饮为主，C端则通过线下渠道，如经销商、便利店及超市直接面向消费者。在B端餐饮行业承压的背景下，企业纷纷重视C端渠道培育，开始探寻与商超巨头合作。从各个细分板块来看，各细分板块的行业集中度并不高，其中速冻米面制品/速冻火锅料/冷冻烘焙的CR3分别占比为47%/16%/32%。
- ❑ 近年来传统收取陈列费、入场费等商超正在逐步被主动进行选品的仓储式会员店、社区超市、零食折扣等业态取代。国内商超逐渐连锁化，同时区域连锁超市也从传统模式向选品模式转型，强调以消费者需求为导向，严格把控商品质量。选品式经营对于供应商的产品创新能力、定制化以及快速反应能力提出了更高的要求。
- ❑ 餐饮供应链公司依托自身品牌背书和供应链优势，凭借优秀的产品研发创新能力以及多年服务大B客户的经验，相较于普通食品企业更有天然优势，在合作中有望依托大型商超的品牌背书，强化企业形象，加强消费者触达，带来新的增长。

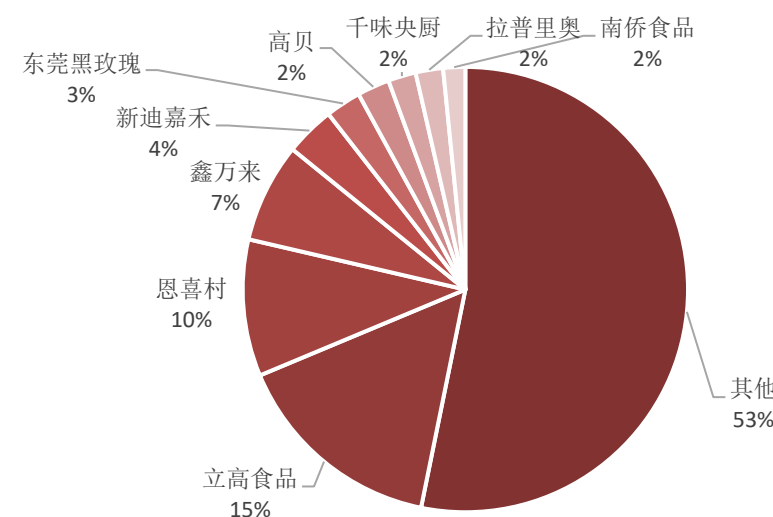
2020年速冻米面制品企业市场份额



2021年速冻火锅料企业市场份额



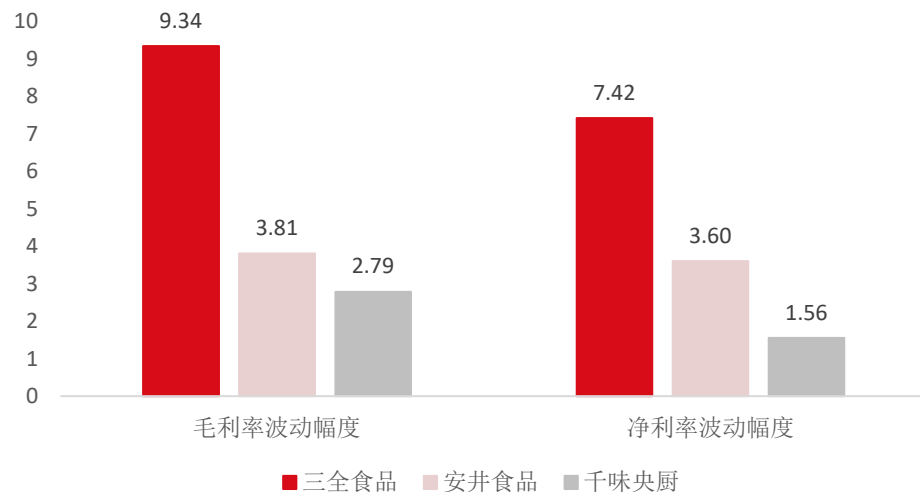
2021年冷冻烘焙企业市场份额



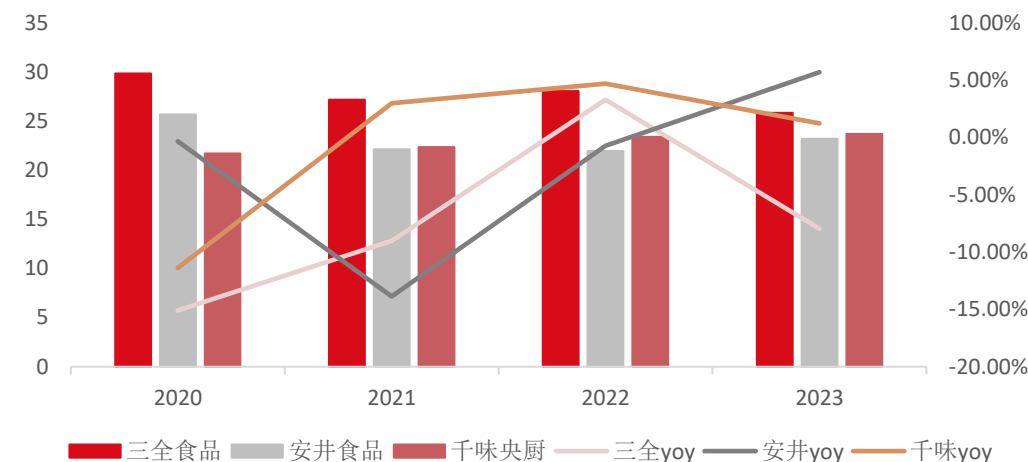
toB供应链公司在毛利率与净利率方面波动幅度更小，经营更加稳定

- 我们选取主营业务均为速冻食品的安井食品、三全食品以及千味央厨三个公司作为分析对比，其中分销售渠道来看，安井食品以及三全食品主要面向c端销售，而千味央厨主要面向b端连锁餐饮公司供货。
- 从毛利率&净利率波动幅度来看，toB的千味央厨波动幅度更小，相较于安井及三全来看更加稳定。
- 从净利率绝对水平来看，主要面向c端销售的安井食品和三全食品相较于千味央厨更高。
- 千味央厨在b端保持稳定发展的情况下，逐步拓展c端业务，未来有望带来毛利率与净利率的稳步提升。

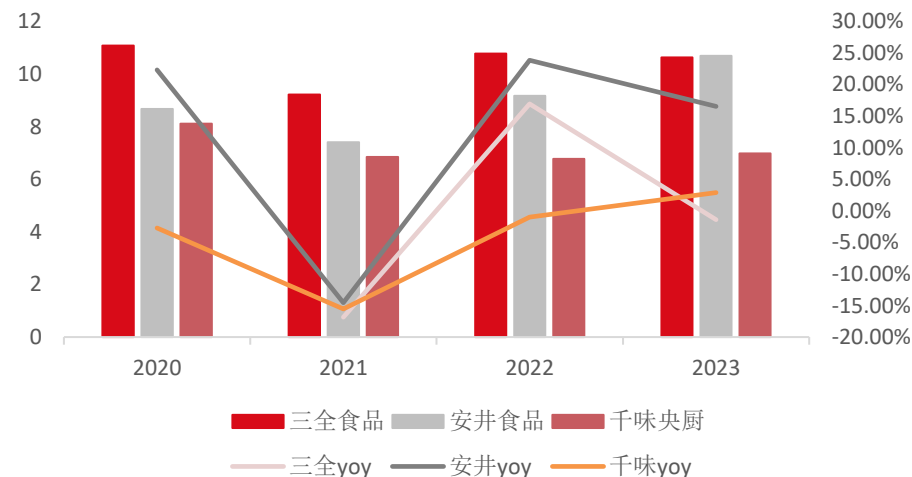
三全、安井及千味毛利率&净利率波动幅度对比



三全、安井及千味毛利率及同比变化 (%)



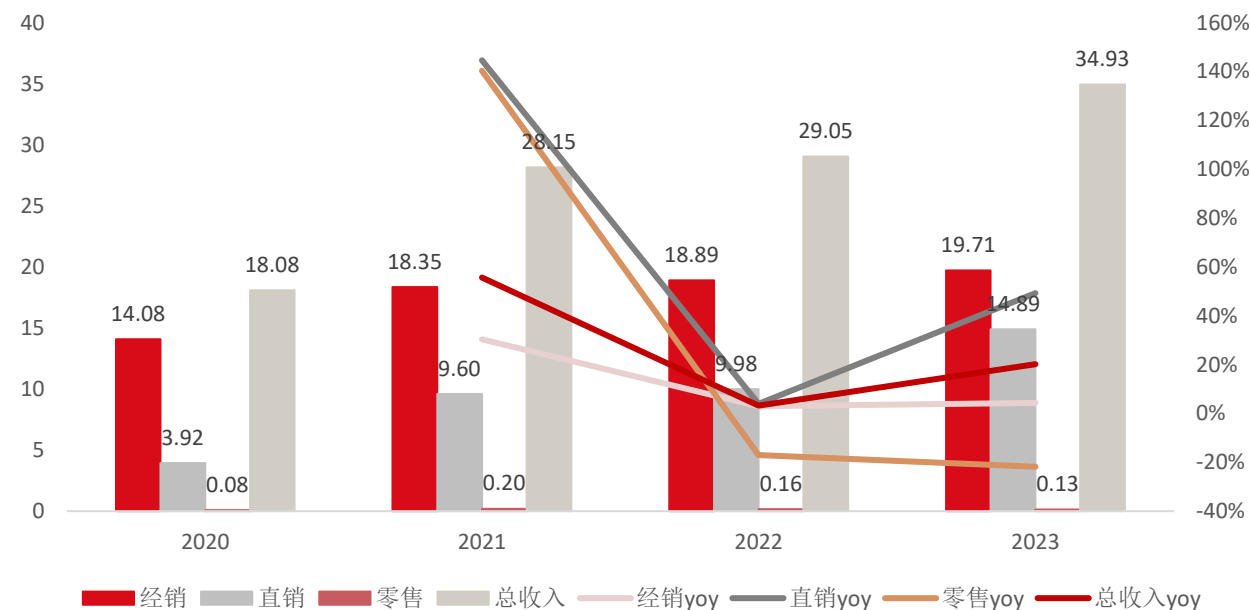
三全、安井及千味净利率及同比变化 (%)



立高食品-冷冻烘焙品类龙头，显著受益于商超渠道带来的业绩增量

- ❑ 冷冻烘焙行业集中度低，cr3近占行业的32%。其中以立高食品及恩喜村为代表，分别占比15%/10%。
- ❑ 公司采用了经销及直销模式，其中针对商超、大型连锁烘焙店、大型连锁餐饮企业等部分采购金额较大的客户或拟重点开发的大型、知名客户采取直销方式，由公司统一配送，统一管理。与公司合作的经销商超过2,200家，直销客户超过600家。
- ❑ 下游客户情况：公司产品已经进入幸福西饼、味多美、好利来、面包新语等知名连锁烘焙店，沃尔玛/山姆会员店、盒马生鲜、永辉超市、家乐福、华润万家等大型商超，以及海底捞、豪客来、希尔顿欢朋酒店、乐凯撒披萨等连锁餐饮品牌。
- ❑ 由公司销售收入构成可见，2023年全年收入34.94亿元，流通渠道（经销）收入同比持平，商超渠道收入同比增长约50%，占比接近30%，为公司业绩做出增量。

2020-2023年立高食品销售渠道收入情况（亿元）



麻薯、甜甜圈、瑞士卷及杂粮奶酪包等产品进入山姆渠道



- ❑ **C端企稳回升，空刻脱离瓶颈期重新再出发。**空刻聚焦精准客群，今年以来推出的冲泡型意面，拓宽产品价格带，拓展消费渠道、消费场景及目标人群；新品延展到纯肉肠等冷冻制品，体现空刻的产品能力从常温产品进一步拓展至冷冻制品，公司的能力边界不断拓宽。未来计划推出高性价比以及清洁标签产品，聚焦精致宝妈客群的同时实现全价格带覆盖。
- ❑ **B端合作不断深化，公司覆盖了所有的西式连锁餐饮，**例如百盛中国、麦当劳、达美乐等。随着连锁餐饮行业规模不断扩大，降本增效需求日益增加，公司逐步调整供应结构，在原有的复合调味料品类逐步向轻烹解决方案延展。
- ❑ **公司拥有强大的研发团队，并与多位行业专家合作，保持产品的创新和多样性。**凭借丰富的产品矩阵，以及优质的客户资源与研发基础，不断持续推新丰富产品线，拓宽消费场景及渠道覆盖范围。
- ❑ **空刻意面已经进入盒马奥乐齐等商超，未来公司更多品类有望有望进入胖东来等选品商超渠道，**叠加公司不断进行产品创新，满足B端降本增效的需求，BC端双轮渠道带来收入及利润的进一步提升和改善。

空刻意面进入盒马及奥乐齐

盒马



¥19.9/盒
X(全国) 开通X会员本单约省2.39元 立即开通
空刻 经典番茄肉酱烩意大利面 290g



¥42.9/盒
X(全国) 开通X会员本单约省31.55元 立即开通
空刻 安格斯牛肉番茄红烩意大利面(2人份) 540g



¥149/套
空刻 番茄肉酱意大利面4+1礼盒 1.1628kg

奥乐齐



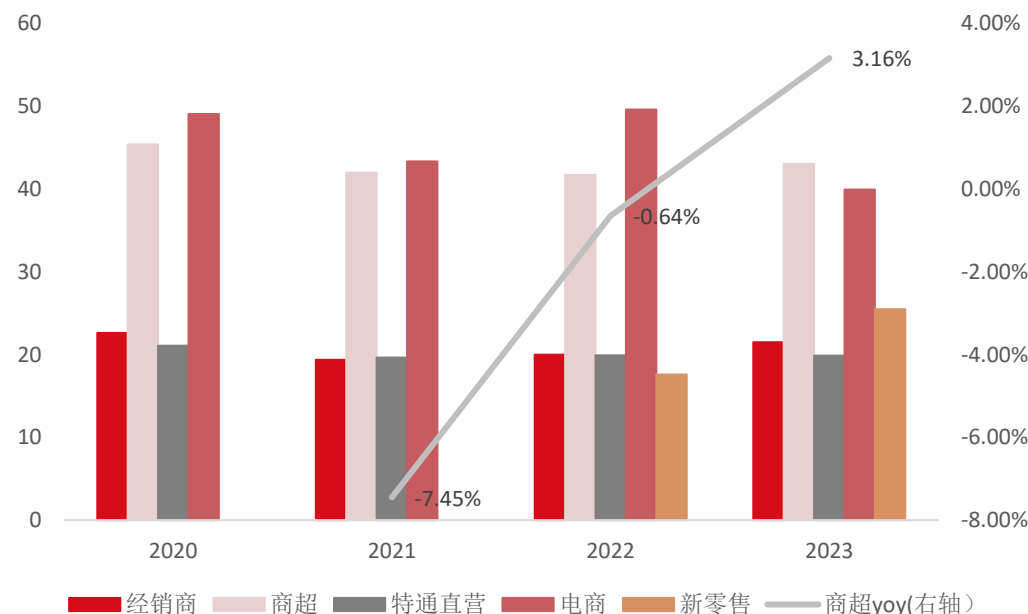
¥99.90
空刻 番茄红烩澳洲和牛意面 270g*5
Airmeter Tomato Wagyu Pasta 270g*5 #8520091

宝立食品烘焙类产品



- 安井食品的战略重点为速冻火锅料制品，速冻火锅料行业及其分散，其cr3共计占比16%，安井作为行业龙头占比9%。随着传统火锅市场的零售额高速增长，下游需求扩容带动上游的产能扩张。2023年，公司速冻火锅料营业收入为70.36亿元，占比达公司总营业收入50%，2020-2023年均增长率达20.6%，商超渠道毛利率逐年提升，带动业绩快速增长。
- 商超渠道合作伙伴：主要为大润发、永辉、沃尔玛、物美、天虹等大型卖场，同时与盒马新零售渠道合作，今年以来表现亮眼，24Q1-3新零售渠道同比增长41.95%，而商超渠道随着商业模式逐步转型，实现正增长。
- 展望未来：公司围绕主业+二次增长曲线的布局持续推进，丰富产品系列，产品研发从B端转向C端，带动品牌升级转型。渠道端兼顾BC，在餐饮、流通、商超、电商、新零售等全渠道发力，实现2B、2C合理均衡发展，为后续增长积蓄力量。

安井食品商超渠道毛利率逐年提升（%）

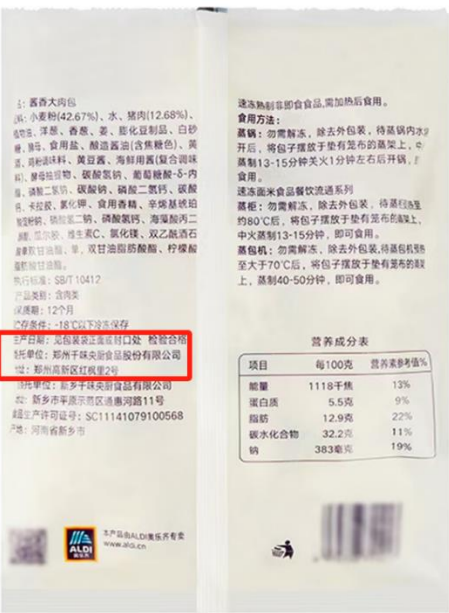


安井食品进入盒马

冷冻 安井 鱼豆腐(锁鲜装) 240g*3 鱼香四溢 鲜美嫩滑 隔日达 包邮 ¥49.5/组 ¥79 安井旗舰店 >	冷冻 安井 奶香馒头 1kg 香甜松软 浓郁奶香 隔日达 包邮 ¥29.9/份 ¥55 安井旗舰店 >
冷冻 安井 核桃包 360g*2 复合口感 营养丰富 隔日达 包邮 ¥43.8/组 ¥65 安井旗舰店 >	冷冻 安井 黄金糕 250g*2 椰香浓郁 金黄诱人 隔日达 买1赠1 包邮 ¥49.9/组 ¥65 安井旗舰店 >
冷冻 安井 黑米馒头 1kg 粗粮美味 双重搭配 隔日达 历史低价 包邮 ¥29.9/份 ¥55 安井旗舰店 >	冷冻 安井 红糖糍粑 237g*3 外酥里嫩 用料讲究 隔日达 买1赠1 包邮 ¥39.9/组 ¥59 安井旗舰店 >

- 公司作为速冻食品头部品牌，有望受益于渠道多元化拓展带来增量。公司是国内较早定位于餐饮供应链的生产性企业之一，主要为餐饮企业、团餐、酒店、宴席提供定制化和标准化的速冻面米制品，作为耕耘在B端的预制菜供应链企业，千味央厨的研发能力一直有目共睹。作为合作伙伴为盒马工坊量身定做工坊的商品。同时公司推出了面向C端用户的两大新品牌，岑夫子和纳百味，也是积极“拥抱”Z时代的消费者，围绕地方特色美食、开发空气炸锅、微波炉系列预制菜等等。
- 盒马一直以来在预制菜领域的创新和对于消费洞察和消费方向的引领，和线上线下全渠道的新零售模式，而千味央厨在消费者的喜好把握和引领上有较强的优势，有望共同研发出更多符合消费者需求的商品。
- 公司从23年以来逐步与新零售业态建立合作，在与盒马、奥乐齐等面向C端的新零售企业的合作中，有望受益于渠道转型带来增量。

千味央厨酱香大肉包X奥乐齐



千味央厨推出纳百味面向C端消费者



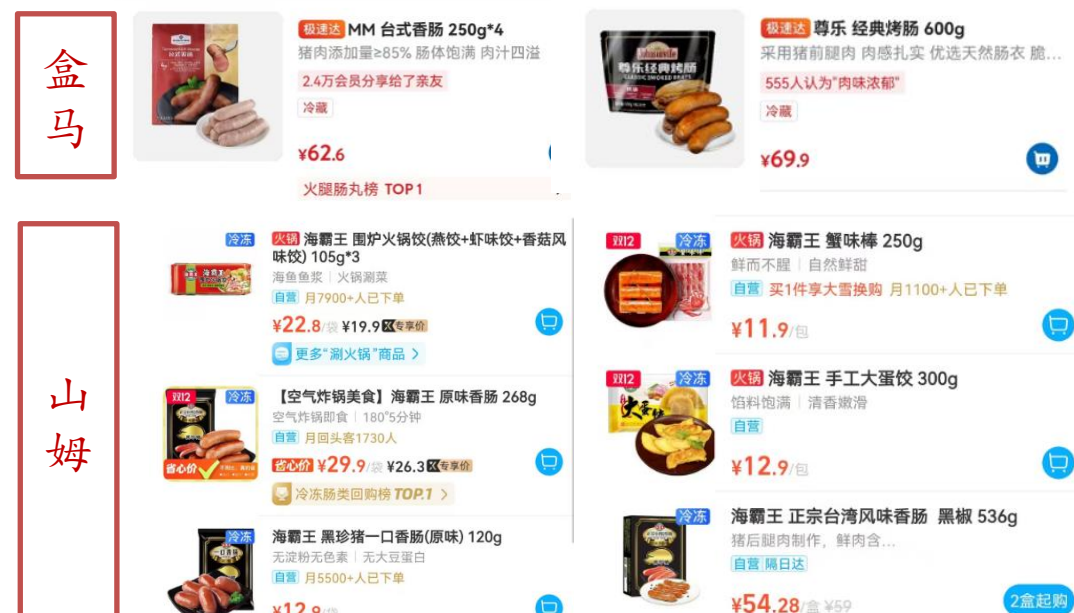
海霸王-速冻食品头部品牌，作为商超渠道核心供应商，有望受益于渠道转型带来增量

- ❑ 速冻食品头部品牌，作为商超渠道核心供应商，有望受益于渠道转型带来增量。海霸王成立于1975年，在速冻米面及速冻火锅料制品均处于行业cr5的地位，作为老牌速冻食品厂商在坚持产品创新的同时，不断强化市场业务。
- ❑ 公司拥有“海霸王”、“蠡宴”、“一朝一味”、“甲天下”、“黑珍猪”、“海王子”6个子品牌，涵盖7大系列，200多款产品。在华北、华东、华南、西南等地成立了13个配售中心和分公司，并以此为基础形成遍布全国的60多个营业处，全面覆盖线上电商、线下商超、餐饮门店及各大流通市场。
- ❑ 海霸王坚持B端、C端一起跑，以品质优先和全产业链运营的实力，先后成为“沃尔玛”、“山姆会员店”、“盒马鲜生”、“百佳永辉”、“华润万家”、“大润发”等知名连锁品牌的核心供应商，并为多家餐饮连锁企业提供优质服务，有望受益于商超渠道转型贡献业绩增量。

海霸王入驻头部连锁商超



海霸王X盒马&山姆



- **投资建议：**在选品模式商超迅速发展的渠道变革背景下，我们首推当前竞争格局分散的休闲食品、保健品、餐饮供应链行业。公司层面，优选具备一定产品创新能力，供应链优质的龙头。具体到标的层面，重点关注：休闲食品行业的【盐津铺子】、【甘源食品】、【劲仔食品】、【有友食品】；保健品行业的【仙乐健康】、【百合股份】；餐饮供应链行业的【宝立食品】、【安井食品】、【千味央厨】。
- **盐津铺子：**品类渠道双驱动，向上延伸供应链，保证差异化&成本优势，已进入山姆&盒马，拓展鳕鱼肠、果干等品类
- **甘源食品：**调味基因铸就坚实壁垒，研发为基持续打造创新产品，已进入山姆&盒马&开市客，差异化新品反馈良好
- **劲仔食品：**鱼制品龙头产品创新引领行业，高品质溏心鹌鹑蛋有望突破会员店渠道，已进入盒马，未来有望拓展山姆等
- **有友食品：**泡椒凤爪龙头研发实力强劲，主动变革新品&新渠道持续拓展，已进入山姆&盒马&开市客，新品鸡脚筋反馈良好
- **仙乐健康：**头部CDMO企业，海内外市场共同发展，服务海外品牌具有先发优势，已进入山姆&盒马&开市客
- **百合股份：**扎根国内市场，全剂型的保健品代工&自有品牌企业，增长潜力较大，已进入盒马
- **宝立食品：**从餐饮供应链向食品供应链延展，扩容中探寻新机遇，空刻意面已进入盒马奥乐齐等，未来有望拓展胖东来等
- **安井食品：**速冻食品龙头，提前布局预制菜与各类零售业态合作抢占高地，已进入盒马
- **千味央厨：**速冻米面头部品牌，逐步向C端拓展，有望带来增量，已进入盒马&奥乐齐
- **风险提示：**渠道拓展不及预期；行业竞争超预期；下游需求低迷等

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

本研究报告由方正证券制作及在中国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告内容仅供我公司适当性评级为C3及以上等级的投资者使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。若您并非前述等级的投资者，为保证服务质量、控制风险，请勿订阅本报告中的信息，本资料难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。

在任何情况下，本报告的内容不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求，方正证券不对任何人因使用本报告所载任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告版权仅为方正证券所有，本公司对本报告保留一切法律权利。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处且不得进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

类别	评级	说明
公司评级	强烈推荐	分析师预测未来12个月内相对同期基准指数有20%以上的涨幅。
	推荐	分析师预测未来12个月内相对同期基准指数有10%以上的涨幅。
	中性	分析师预测未来12个月内相对同期基准指数在-10%和10%之间波动。
	减持	分析师预测未来12个月内相对同期基准指数有10%以上的跌幅。
行业评级	推荐	分析师预测未来12个月内行业表现强于同期基准指数。
	中性	分析师预测未来12个月内行业表现与同期基准指数持平。
	减持	分析师预测未来12个月内行业表现弱于同期基准指数。
基准指数说明		A 股市场以沪深300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普500指数为基。



方正证券研究所

专注 · 专心 · 专业

北京市朝阳区朝阳门南大街10号兆泰国际中心A座17层
长沙市天心区湘江中路二段36号华远国际中心37层

上海市静安区延平路71号延平大厦2楼
深圳市福田区竹子林紫竹七道光大银行大厦31层

广州市天河区兴盛路12号楼隼峰院2期3层方正证券