



直面渠道扁平化数字化，五粮液刮骨疗伤

2026 年 05 月 19 日

核心观点

● 中国消费渠道的扁平化与数字化趋势：白酒是最后的“堡垒”：

中国消费市场经历了深刻的渠道变革，扁平化与数字化是趋势，品牌加强了对分销渠道以及零售终端的掌控力。白酒行业的渠道扁平化、数字化相对滞后。其他渠道的变革为白酒行业提供很好的借鉴。白酒行业当前正在去渠道库存，行业推的“五码合一”数字化渠道管理系统，对零售网点留存以及消费者真实开瓶率的监测效果有待提升。

渠道去库存与扁平化。虽然 2012-2015 年白酒行业也面临高库存，但当时仅是需求问题，并无渠道改革压力，2016 年需求好转后所有问题迎刃而解。本次白酒行业面临的渠道库存压力，不仅是需求问题，同时也是渠道扁平化的改革问题。空调行业 2019-2022 年的渠道去库存与扁平化具有借鉴意义。美的集团于 2019 年率先启动“T+3”与渠道扁平化变革，引发行业剧烈竞争，倒逼格力渠道扁平化。

中国消费品牌在渠道数字化与 DTC 方面全球领先，例如安踏体育 2019 年收购亚玛芬（始祖鸟）后，将门店数字化管理能力输出至亚玛芬，成功推动了多品牌矩阵的业绩爆发。加盟店的“类直营”模式创新值得重点介绍，品牌企业通过数字化系统，实现了对加盟店的“类直营”强管控，享受 DTC 优点又避免大规模投资直营店导致的重资产缺点。解决了品牌对终端“连而不锁”的管理难题，通过技术透明化重构了品牌与加盟商的利益共同体。典型代表有海澜之家、名创优品、小米、瑞幸、霸王茶姬。此外，家电行业的全产业链数字化是另一种值得关注的模式。2025 年美的、海尔完成全产业链数字化改革，在渠道端进行“一盘货”管理，终端库存前置至中心仓，线下销售的商品从中心仓直达消费者。企业可以完全掌控终端零售订单、库存、消费者信息。

● 白酒行业的渠道去库存阵痛：

白酒因具备储存价值和一定的金融属性，其“压库存”模式曾表现出很强的稳定性，渠道对库存的容忍度高。然而，这种平衡正在被打破。尽管 2017 年以来中国白酒产量持续下滑，2025 年产量为 355 万千升，2016-2025 年 GAGR 约-12%；但头部高端白酒的市场份额仍在提升，SW 白酒行业总营收在 2022、2023 年市场需求不佳的情况下依然保持增长，2021-2023 总营收 CAGR 为 +17.7%。我们估计，2022-2023 年白酒行业渠道库存已开始不合理的增加。

2024 年、2025 年高端白酒企业开始陆续去库存。飞天茅台批价在 2021Q3 见顶，最高价 4339 元/瓶（不含税 3840 元），后持续回落，当前价格 1898 元/瓶（不含税 1680 元）。2021-2023 年，其他高端酒的价格较茅台仍有较大空间，在此期间继续提高出厂价。2024-2025 年飞天茅台的价格下跌开始对其他高端白酒产生压力。2025 年，“新禁酒令”对政务及部分商务消费场景进一步抑制，经销商对库存承接能力逼近极限。茅台自 2025 年下半年去库存，五粮液从 2025Q1（按调整口径）大力去库存。2025 年 SW 白酒行业总营收同比下降 18%。我们预计 2026-2027 年高端白酒行业将继续去库存。

i 茅台线上直营不可复制。中国市场仅有极少数具备强粉丝经济、高复购粘性或独特供给的企业，能够实现线上独立站大规模销售，如茅台、泡泡玛特、小米。2022 年 3 月，i 茅台正式上线，2026Q1 开始发力，营收突破 215.5 亿元，占当季度公司收入比重接近 40%。i 茅台平台核心竞争力源于其构建了“正品防伪”与零售价低于批发价的“价格红利”。其他酒企线上直营需要通过天猫、京东平台直营，很难复制茅台独立站模式。

分析师

何伟

✉: hewei_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130525010001

刘光意

✉: liuguangyi_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130522070002

郝帅

✉: haoshuai@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130524040001

顾熹闽

✉: guximin_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130522070001

陈柏儒

✉: chenbairu_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130521080001

谢芝优

✉: xiezhiyou_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130519020001

杨策: S0130520050005

刘立思: S0130524070002

陆思源: S0130525060001

韩勉: S0130525080001

艾菲拉·迪力木拉提: S0130525080004

彭潇颖: S0130526040001

研究助理: 邱爽

● 高端白酒价格倒挂，盈利模式需要重构：

所谓“价格倒挂”，即产品的出厂价高于经销商的批发价或终端零售价，经销商往往需要依赖厂家的各类返点才能盈利。历史上的空调行业也曾经历过类似阶段。由于经销商的倒逼，白酒行业的销售模式终将转向“顺价销售”（即出厂价低于终端价）。这一转型在财务报表上，最终将体现为企业毛利率的结构性下调以及销售费用率的显著下降。在评估酒企盈利能力的稳定性时，核心指标应从单纯的毛利率转向“毛销差”（毛利率减去销售费用率）的稳定性。

贵州茅台的渠道改革过程具有说明性。历史上，飞天茅台巨大的批零价差为经销商提供了丰厚的利润安全垫，这也使得茅台能够要求经销商配货销售处于价格倒挂状态的“非标酒”。到 2025 年末，随着飞天茅台价差不断收窄，其产生的超额利润已不足以弥补“非标酒”的亏损。为此，茅台在 2026Q1 对“非标酒”进行大刀阔斧的渠道改革，大部分“非标酒”转变为代售模式，经销商变代理商赚取销售佣金；与此同时飞天茅台依然是经销制度。目前，五粮液和泸州老窖等头部酒企仍面临不同程度的价格倒挂压力，预计未来迟早转向顺价销售。

● 五粮液渠道去库存：顺应产业趋势的“深蹲”：

五粮液 2025 年年报对前三季度业绩进行了“前期会计差错更正”，这是一次具有魄力的调整，让市场看到更真实的数据，而不是去猜测渠道库存。2025 年前三季度营业收入由原披露的 609 亿元下调 49.7%（303 亿元）至 306 亿元，归母净利润由 215 亿元下调 69.9%（150 亿元）至 65 亿元。从资产负债表来看，期末“其他流动负债（监管商品款项）”与“其他流动资产（监管受限）”合计调整约 312 亿元，与核减的收入规模高度匹配。

复盘五粮液 2020 至 2025 年营收轨迹（573 亿、662 亿、740 亿、833 亿、892 亿至 405 亿）。2023、2024 年偏高的营业收入和白酒行业整体情况类似，表明当时整个行业还处于渠道加库存趋势中。2025 年通过会计差错更正进行大幅度的渠道去库存，实质上是向渠道扁平化、去库存转型过程中必须经历的“阵痛期”。2025 年营收 405 亿元、归母净利润 89.5 亿元，是主动挤干渠道水分后的非正常状态。综合判断，我们预计 2026 年、2027 年高端白酒行业将继续去库存，包括五粮液。待渠道库存降至健康水位后，公司将具备推进顺价销售的基础，再谋求进一步改革。高端白酒企业拥有健康的资产负债表与充沛的现金流。以五粮液为例，截至 2026Q1，其货币资金高达 1243 亿元。通过推进高分红政策，并利用充裕资金进行大规模股票回购与注销，将释放其账面资金的内在价值，夯实股东回报。

- **投资建议：**食品饮料板块推荐安井食品、万辰集团，关注贵州茅台、五粮液；家电板块推荐 TCL 电子、绿联科技、美的集团、海信视像；纺服板块推荐安踏体育、李宁、特步国际、海澜之家；社服板块推荐古茗，关注海底捞、百胜中国；轻工板块推荐恒丰纸业、华旺科技；农业板块推荐海大集团、牧原股份。

- **风险提示：**市场需求不足的风险；行业竞争加剧的风险。

目录

Catalog

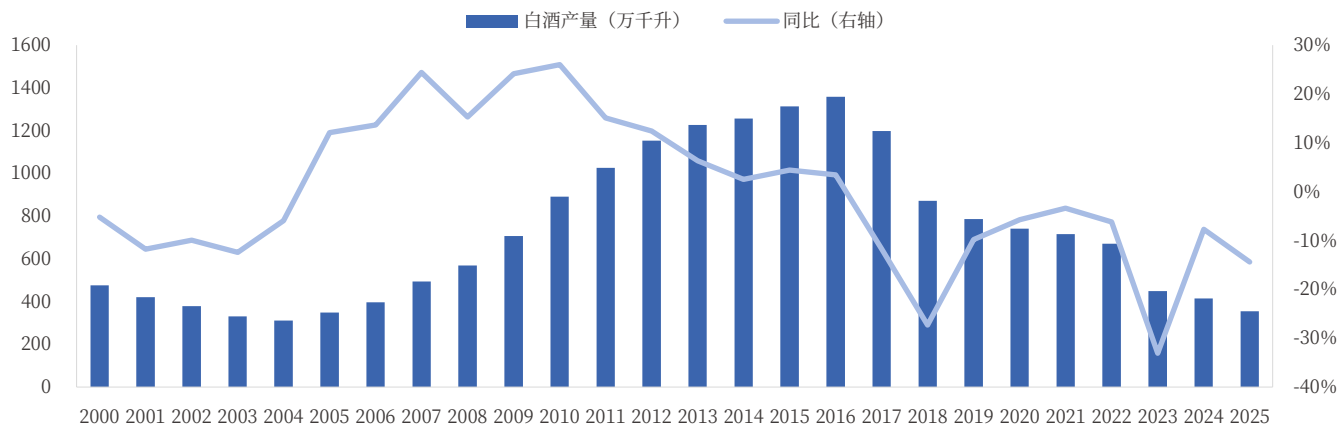
一、 白酒行业渠道直面去库存与数字化挑战	4
(一) 白酒产量于 2016 年达峰，但中高端升级持续至 2023 年	4
(二) 2024 年批价快速回落，行业步入去库调整阶段	5
(三) 白酒渠道模式以经销为主，渠道承担“蓄水池”角色	6
(四) 需求下行致价格体系传导不畅，返利成为渠道主要盈利来源	8
(五) 白酒渠道数字化改革，“五码合一”有难点	9
二、 享受 DTC 优点，加盟店类直营模式创新	11
(一) 类直营模式具有 DTC 优点以及轻资产优点	11
(二) 海澜之家：加盟渠道创新路径——“类直营”模式	12
(三) 小米之家，线下渠道专卖店“他建自营”模式为主	14
(四) 名创优品线下渠道“合伙人”模式为主	16
(五) 现制饮品：类直营的瑞幸、霸王茶姬 VS 传统模式的古茗、蜜雪	17
三、 独立站，稀缺的线上直营模式	20
(一) 中国线上直营，特别是独立站模式较为稀缺	20
(二) 2026 年，茅台独立站“i 茅台”发力	20
(三) 泡泡玛特：抽盒机模拟线下体验，私域运营客户粘性高	23
(四) 小米线上 DTC 模式，流量池优势明显	24
(五) SHEIN 颠覆欧美快时尚	26
四、 空调行业渠道去库存与数字化经验借鉴	29
(一) 2015-2016 年，空调行业简单的价格战去库存	29
(二) 2019-2021 年，空调渠道扁平化改革下的去库存	30
(三) 2025 年起，空调行业完成渠道完全数字化改革	32
(四) 小米模式对家电的冲击	33
五、 品牌服饰的快反模式借鉴	37
(一) 品牌服饰经历数次库存积压导致去库存压力	37
(二) 快反制度：传统铺货到“以需定产”的供应链革新	38
(三) 渠道扁平化：强化终端掌控，数字赋能管理	40
(四) 渠道数智化：构建“人、货、场”全链路体系	42
六、 投资建议	46
七、 风险提示	46

一、白酒行业渠道直面去库存与数字化挑战

（一）白酒产量于 2016 年达峰，但中高端升级持续至 2023 年

白酒行业产量于 2016 年达峰。国家统计局数据，规模以上白酒企业 2016 年白酒产量为 1358.4 万千升，2006-2016 年 CAGR 约 13%；此后白酒产量持续下跌，2025 年白酒产量 355 万千升，2016-2025 年 GAGR 约-12%。

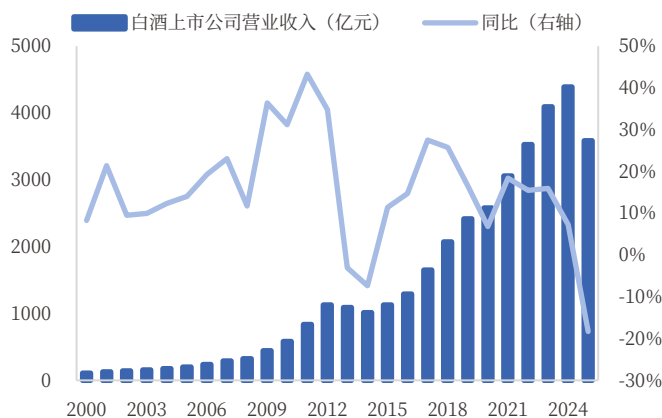
图1：白酒行业产量自 2016 年以来持续下降



资料来源：，中国银河证券研究院

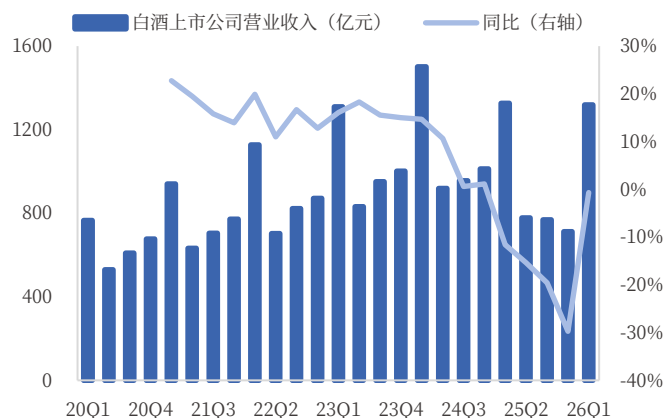
但中高端升级趋势持续至 2023 年。2016 年之后中高端白酒市场份额继续提升，反映在上市公司层面，代表中高端白酒的 A 股上市公司总收入 2016-2023 年 CAGR 约 17%。其中，2016 至 2021 年升级趋势较为顺畅，但 2022-2023 年受宏观需求疲弱与公共卫生事件等影响，终端动销实际相对走弱。21Q3 茅台批价达到高点后逐步回落，但此时其他高端酒的价格较茅台仍有较大空间，因此部分酒厂在 2021 年末至 2023 年继续提高出厂价，但我们估计 2022 年、2023 年白酒行业渠道库存开始增加，到 2024 年部分酒企开始去库存。

图2：SW 白酒行业收入与增速（2000-2025 年度）



资料来源：，中国银河证券研究院(注：白酒上市公司采用 SW 白酒口径)

图3：SW 白酒行业收入与增速（2021 年至今单季度）



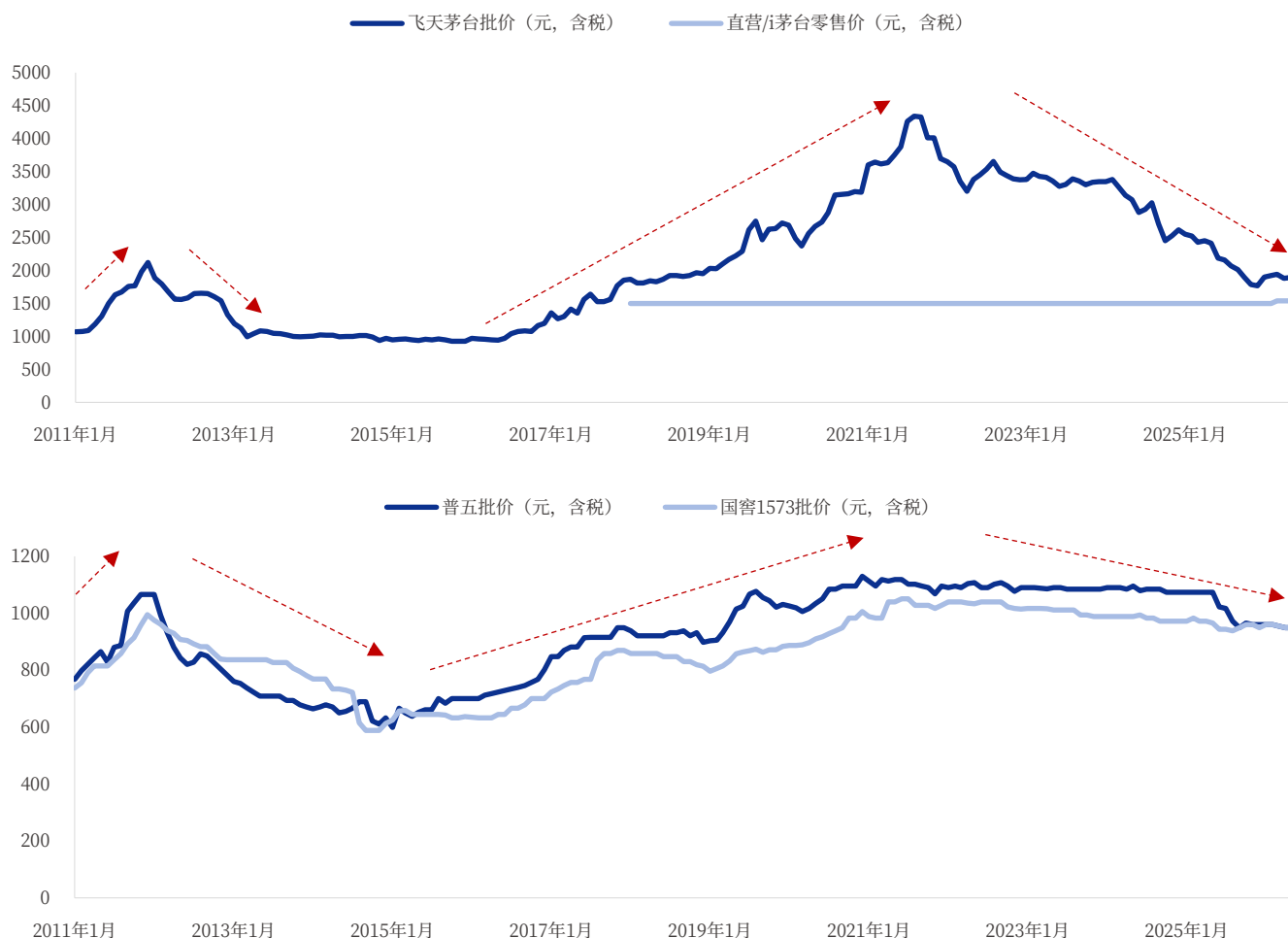
资料来源：，中国银河证券研究院

（二）2024 年批价快速回落，行业步入去库调整阶段

2012-2015 年批价回落+行业去库存，2016 年库存出清+需求改善推动批价回升。2012 年塑化剂事件叠加限制三公消费，需求侧受到冲击，渠道由主动加库转入被动加库；2013 年部分高端白酒继续提价，经销商现金流承压，加速进入库存去化阶段；2014 年供给侧持续纾压，酒厂经营目标转为理性，茅五泸汾洋河设定更加谨慎的增速目标，年内茅台、五粮液、泸州老窖批价逐步见底并企稳。2016 年起，需求侧开始改善，伴随棚改货币化后地产周期上行+居民消费能力提升，行业批价重新回到上行周期，茅台批价在 16H2 回到千元水平。

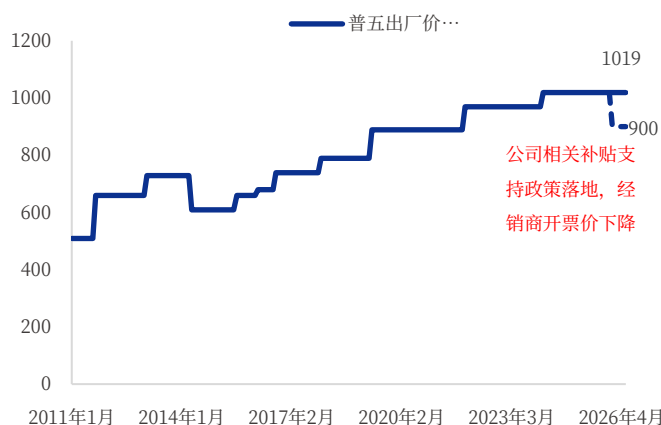
2024 年至今批价快速回落，行业步入去库调整阶段。2021Q3 茅台批价达到高点 4339 元/瓶（不含税 3840 元），后逐步回落，当前价格 1898 元/瓶（不含税 1680 元）。2021-2023 年，其他高端酒的价格较茅台仍有较大空间，因此部分酒厂在 2021 年末至 2023 年继续提高出厂价，但随着行业需求持续走弱，渠道价格体系向下游传导不畅，行业渠道库存亦有增加，最终导致 2024-2025 年行业进入去库周期。

图4：茅台批价与零售价、五粮液、泸州老窖批价走势



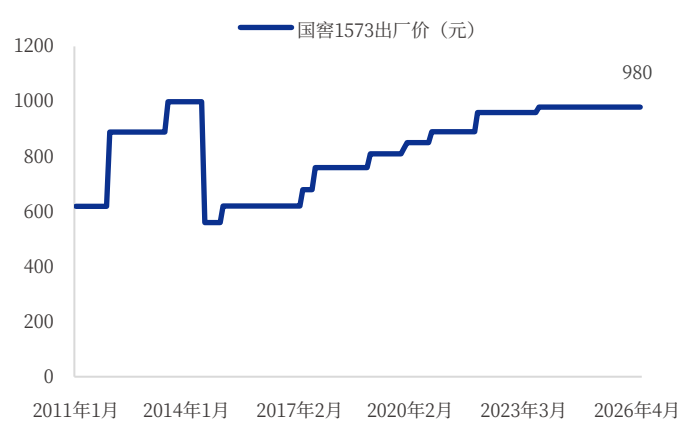
资料来源：今日酒价，中国银河证券研究院（注：批价为还原含增值税口径）

图5：五粮液普五出厂价（含税）



资料来源：酒说，华夏酒报，界面新闻，中国银河证券研究院（注：截至2026年5月17日）

图6：泸州老窖国窖 1573 出厂价（含税）



资料来源：今日酒价，酒食汇，中国银河证券研究院（注：截至2026年5月17日）

（三）白酒渠道模式以经销为主，渠道承担“蓄水池”角色

白酒渠道以经销模式为主，存在多层级分销结构。白酒行业目前渠道模式仍然以经销商为主，不同酒厂根据自身发展阶段与品牌情况制定了差异化的经销模式，大致可总结为4类：1）“小商”模式，如贵州茅台；2）深度分销模式，“1+1”，如洋河股份；3）大商模式，如五粮液；4）品牌专营模式，如泸州老窖。上述4类经销模式大多存在多层级分销结构，即酒厂—经销商—二批—门店—消费者，每层均需一定的安全库存。

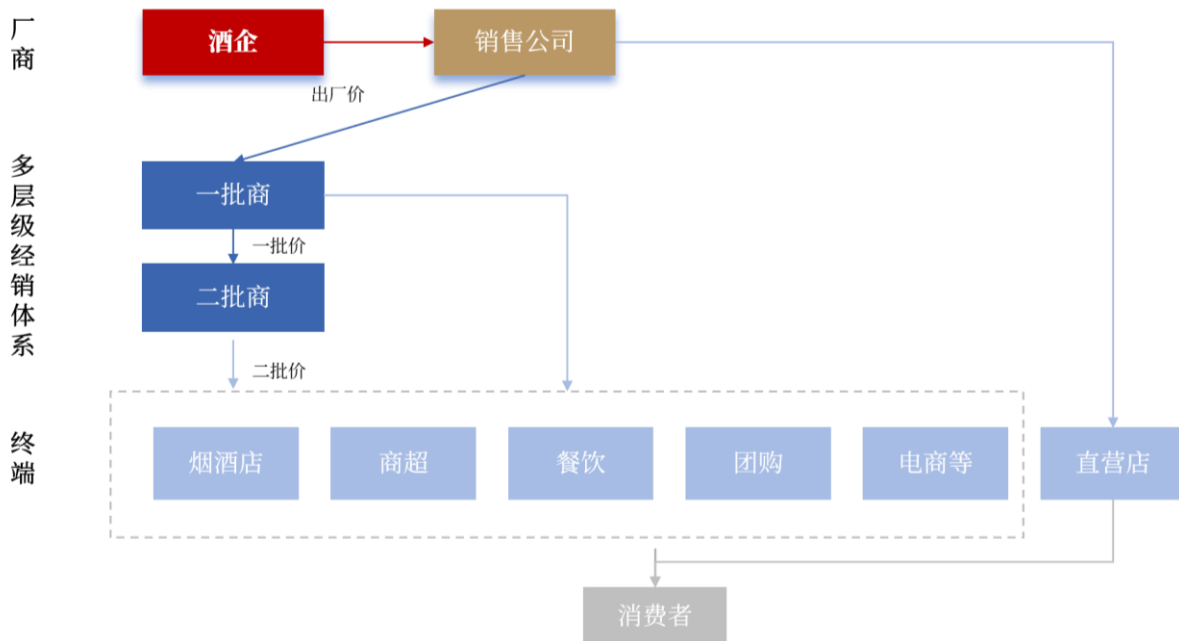
多层级分销结构导致渠道天然易成为“蓄水池”。考虑到渠道每层分销结构均需一定的安全库存，同时酒厂重点考核销售回款指标，导致渠道天然易成为“蓄水池”。在行业景气上行期，渠道蓄水池良性运转，但在景气下行期，渠道备货速度快于动销速度，导致渠道库存累积。2024-2025年需求走弱导致社会库存有所增加，25H2酒厂主动去化调整，当前压力已有一定释放缓解。根据酒业家报道，3月临沂市工商联糖酒商会预计白酒全行业平均库存周转周期在6个月以上；头部企业渠道库存更加健康。

图7：白酒经销渠道模式主要分为四类

渠道模式	代表企业	特点	具体模式
“小商”模式	贵州茅台	厂商主导	通过小规模经销商+专卖店拓展业务，渠道控制力强
深度分销模式（1+1）	洋河股份、古井贡酒	厂商主导	厂商通过业代/设立分公司+办事处，深度参与市场开发、营销推广等，经销商偏向配送职能
大商模式	五粮液	经销商主导	以省/区为单位，厂商指定实力较强的经销商担任总代，全权代理区域内销售工作，能够借助总代的资源进行低成本快速扩张
品牌专营模式	泸州老窖	厂商协作	经销商持股品牌专营公司，通过股权关系与厂商利益深度绑定

资料来源：微酒，酒说，销售与市场，中国银河证券研究院

图8：白酒经销渠道模式存在多层分销结构

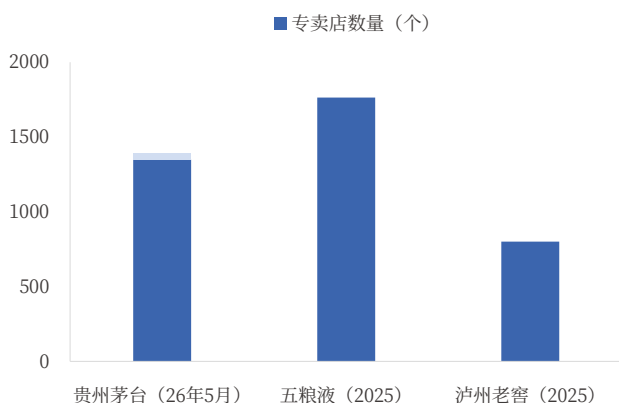


资料来源：酒业家，酒食汇，中国银河证券研究院

专卖店作为补充，主要采取加盟模式。1) 贵州茅台，据贵州茅台官网，截至 2026 年 5 月公司拥有 43 家自营网点、1348 家专卖店（授权经销商经营）。2) 五粮液，截至 2025 年底公司拥有 1763 家专卖店，以特许经营的方式由授权经销商销售。3) 泸州老窖，据酒教主，公司专卖店数量不足 1000 家，相对较少。

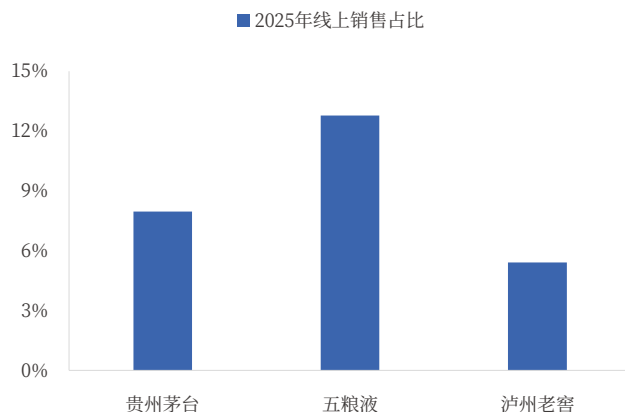
线上销售占比较低，直营与加盟均有。贵州茅台，2025 年线上收入占比 8%，以 i 茅台为主，i 茅台占线上销售收入的 97%。五粮液，2025 年线上收入占比 13%，通过天猫、京东等电商平台销售，包括官方自营店与授权店铺。泸州老窖，2025 年新兴渠道运营模式收入占比 5%，主要为线上销售运营，公司与电商平台、自媒体、网络主播等建立合作关系，通过线上平台的旗舰店、专卖店、直播间等终端进行销售。

图9：茅五泸专卖店数量（加盟为主）



资料来源：贵州茅台官网，五粮液公司公告，酒教主，中国银河证券研究院

图10：茅五泸线上销售占比



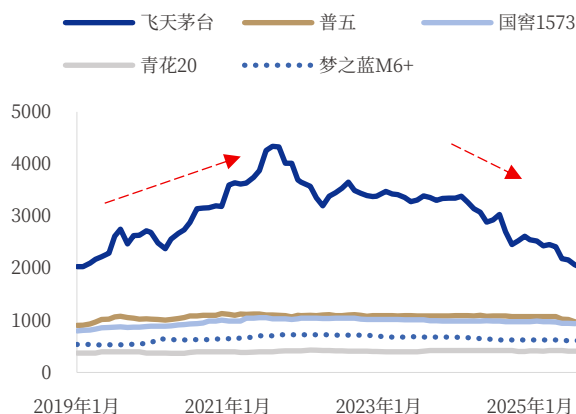
资料来源：贵州茅台、五粮液、泸州老窖公司公告，中国银河证券研究院（注：泸州老窖采用“新兴渠道运营模式”口径，主要为线上销售）

（四）需求下行致价格体系传导不畅，返利成为渠道主要盈利来源

当终端需求较好、渠道价格体系顺畅运行时，经销商依靠自然差价盈利，酒厂报表端呈现高毛利率、低销售费用率的特征，例如 2016 至 2021 年。反之，当消费需求较弱的时候，经销商出货价低于进货成本时，酒厂需加大渠道返利力度以维持经销商的合作持续性，在酒厂报表端反映为销售费用率提升，例如 2023 至 2025 年。

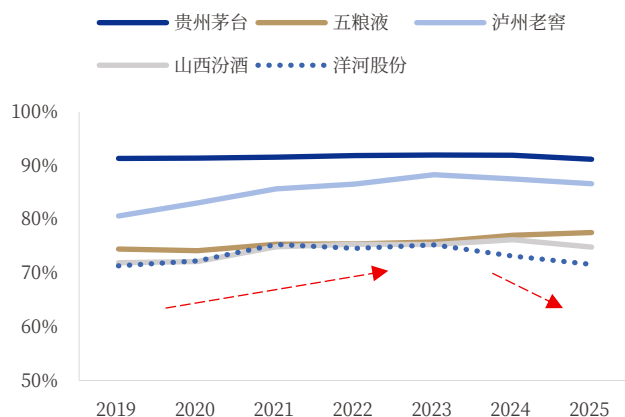
由于近些年市场价格的不断下降，导致部分高端白酒出现“价格倒挂”，即产品的出厂价高于经销商的批发价或终端零售价，经销商往往需要依赖厂家的各类返点才能盈利，甚至只是减少亏损。历史上的空调行业也曾经历过类似阶段。随着渠道扁平化和数字化的深度推进，白酒行业的销售模式终将转向“顺价销售”（即出厂价低于终端价）。这一转型在财务报表上，最终将体现为企业毛利率的结构性下调以及销售费用率的显著下降。因此，在评估酒企盈利能力的稳定性时，核心指标应从单纯的毛利率转向“毛销差”（毛利率减去销售费用率）的稳定性。

图11：2019-2025 年茅五泸汾洋河批价（元）



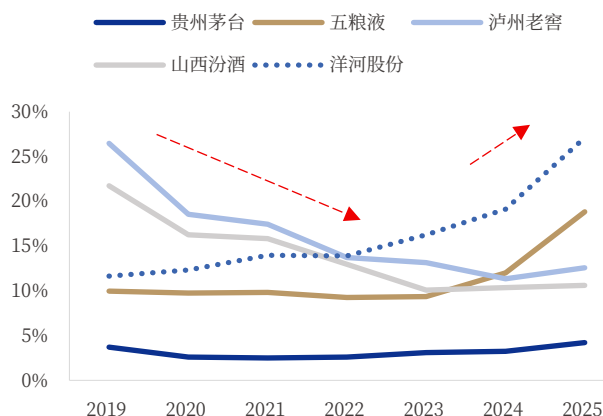
资料来源：今日酒价，中国银河证券研究院

图12：2019-2025 年茅五泸汾洋河毛利率走势



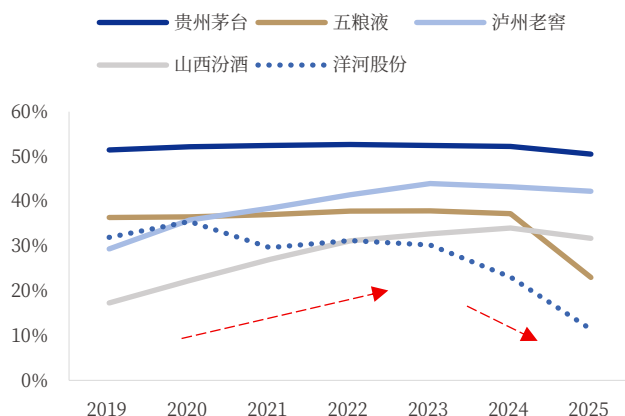
资料来源：，中国银河证券研究院

图13：2019-2025 年茅五泸汾洋河销售费用率走势



资料来源：，中国银河证券研究院

图14：2019-2025 年茅五泸汾洋河净利率走势



资料来源：，中国银河证券研究院

贵州茅台的渠道改革过程具有说明性。历史上，飞天茅台巨大的批零价差为经销商提供了丰厚的利润安全垫，这也使得茅台能够要求经销商配货销售处于价格倒挂状态的“非标酒”。到 2025 年

末，随着飞天茅台价差不断收窄，其产生的超额利润已不足以弥补“非标酒”的亏损。为此，茅台在 2026 年第一季度对“非标酒”进行大刀阔斧的渠道改革，大部分“非标酒”转变为代售模式，经销商变代理商赚取销售佣金；与此同时飞天茅台依然是经销制度。目前，五粮液和泸州老窖等头部酒企仍面临不同程度的价格倒挂压力，预计未来迟早转向顺价销售。

（五）白酒渠道数字化改革，“五码合一”有难点

相比其他消费品行业，白酒行业的数字化转型进程相对滞后。目前白酒行业在推动“五码合一”的数字化系统，帮助对渠道的监控，判断终端消费情况，但对消费者的监测仍有提升空间。所谓“五码合一”，箱外物流条形码需要在各级经销商、终端零售商的逐级进货出货过程中进行扫描，每次扫描的数据返回公司总部系统，从而实时监测区域产品销售数据和库存情况。1) 渠道层级，扫码能够严格掌控经销商的进货、出货情况；零售商扫描后需先关注五粮液公众号并填写姓名、电话、门店地址等信息后领取返利，有助于公司建立终端信息库，且箱内促销码扫描可获得红包和积分，有望提高终端门店开箱率。2) 消费者层级，开瓶扫码与部分白酒消费场景略有错位，公司无法完全掌握消费者的扫码意愿和开瓶行为，但盖内码红包仍有望在一定程度上鼓励扫码行为，可作为对终端监测的参考方式之一。

以五粮液为例，“五码合一”加强对渠道掌控力度。五粮液 2018 年开始启动数字化转型，2019 年对第八代普五进行三码合一销售，2023 年进一步升级为五码合一。所谓五码指的是箱外码、箱内码、盒码、盖外码、盖内码。其中箱外码与盒码为物流码，有效监控货物从厂家到经销商和从经销商进入零售终端的货流流向。箱内码、盖外码与盖内码为营销码，分别针对门店、导购员、消费者进行针对性返利，进行渠道利润精准分配。

图15：五码合一流程示意图



资料来源：米多大数据，中国银河证券研究院

从供应链视角来看，白酒企业依托数字化与信息化系统，统一管理一级经销商的“进、销、存”已相对成熟，但当数据触角试图向下延伸至庞大且分散的零售终端以及消费者的真实消费时，管理的难度系数便呈几何级数增长。

痛点一：白酒终端渠道高度分散，难以用其他消费行业的类直营模式掌握精确的终端信息。为更好的掌握专卖店加盟商的数据，一些品牌企业开始出现类直营模式的创新。类直营模式让品牌能够类似直营店那样掌控加盟店，获取 DTC 的优点，但同时规避直营店重资产的缺点。为了让经销商

配合类直营模式，一般会重新设计品牌和加盟店的利益分配关系，从传统的进货——出货关系，转变为合作经营，合作分利的关系。白酒的零售终端并非以品牌专卖店为核心，而是高度依赖烟酒店、便利店、传统超市等第三方零售网点。对第三方网点而言，白酒仅是其经营的众多品类之一。这些网点拥有独立的、碎片化的系统，白酒企业几乎无法对其进行深度的信息化改造与数据对接。

痛点二：“开瓶率”监测的有效性有待提升，真实消费难以闭环。

白酒渠道无法实时追踪真实的消费行为（即“开瓶”），这与消费者的白酒消费习惯相关。例如，消费者购买中高端白酒可能用于送礼，短期不会开瓶；部分消费者对扫码领红包没有兴趣，特别是中高端白酒。这种“数据盲区”在高端白酒品类中尤为显著。以茅台为代表的头部品牌，由于具备极强的金融属性与投资价值，其社会库存的构成更为复杂（包含投资囤积、渠道捂盘等）。

但即使如此，白酒企业还是努力用了“五码合一”的数字化系统尽可能的监督渠道和终端消费，特别是终端开瓶方面采取各种红包、抽奖的方式吸引消费者开瓶扫码。

图16：白酒行业“五码合一”数字化系统往往以红包、抽奖方式鼓励消费者开瓶扫码，以五粮液扫码返利海报为例

奖项	奖品	奖品总数量(份)
特等奖	美加墨世界杯之旅门票*1张	200
一等奖	旅游名额*1个	3000
二等奖	1.5L 52%vol 品鉴酒/3号系列*1瓶	18000
三等奖	100mL 52%vol 品鉴酒/3号系列*2瓶	100000
四等奖	50mL 52%vol 品鉴酒/1号系列*2瓶	150000
五等奖	100积分	200000
六等奖	10积分	1000000

资料来源：五粮液会员中心小程序，中国银河证券研究院

痛点三：在价格倒挂尚未完全解决的背景下，经销商为了套取厂家的高额返利，往往有强烈的动力在货物实际销售前“提前扫码”（类似于空调行业的“抽卡”套利）。与空调行业有“上门安装”这一天然的实物验证环节不同，白酒的消费场景极其分散且隐蔽，验证真实开瓶的难度极大。

二、享受 DTC 优点，加盟店类直营模式创新

（一）类直营模式具有 DTC 优点以及轻资产优点

品牌企业线上网点直营模式具有重资产的缺点，加盟店模式虽然具有轻资产的特点，但企业对终端掌控力较弱，对终端消费者信息、渠道销售人员管理、产品库存水平无法得到及时更新，从而影响产品动销和增加运营成本，在当下消费环境中显得尤为被动。

随着数字化以及物流在商业环境中的改进，企业对产业链、终端的掌控能力大幅提升，一些品牌企业开始出现类直营模式的创新。类直营模式让品牌能够类似直营店那样掌控加盟店，获取 DTC 的优点，但同时规避直营店重资产的缺点。为了让经销商配合类直营模式，一般会重新设计品牌和加盟店的利益分配关系，从传统的进货——出货关系，转变为合作经营，合作分利的关系。

各消费细分市场知名的类直营模式有海澜之家、名创优品、小米集团、现制饮品中的瑞幸、霸王茶姬。类直营模式中，企业深度参与加盟店的运营，完全掌控终端数据，甚至有些模式的加盟店库存归于与品牌企业，加盟商并非赚取商品差价，而是分享加盟店的流水或者利润。

表1：消费行业渠道加盟商类直营模式创新

公司	渠道数量	加盟模式	加盟模式特点
海澜之家	门店总数：7330 直营店：2372（占比 32.36%） 加盟店：4958（占比 67.64%）	“平台+品牌”的类直营模式	管理权：公司统一负责门店运营管理，加盟商不参与日常经营； 商品/库存：商品所有权归公司，加盟商不承担库存滞销风险；公司采购产品以可退货为主，未售可剪标退回供应商； 铺货方式：总部依据历史销售与调研统筹铺货/补货/换货； 定价权：全国统一指导价，正价经营为主； 门店人员管理：公司统招统管、加盟商承担工资成本； 收入/分成：商品售出后按协议分成确认公司收入；加盟商分成约为流水的一定比例（根据合同约定为主）
名创优品	1) 国内：门店总数 4568 家，其中合伙人门店 4522 家（99.9%）； 2) 海外：门店总数 3583 家，其中代理模式 2451 家（68%），直营门店 700 家（20%），合伙人门店 432 家（12%）	联营全托管，或区域代理	1) 合伙人模式（主要应用于中国市场）： 管理权：公司统一负责运营管理，加盟商不参与； 商品/库存：货权归公司，加盟商不承担库存风险； 铺货方式：总部根据门店运营情况进行铺货； 定价权：总部统一，门店上下浮动 5%； 门店人员管理：公司统招，加盟商承担工资成本； 分成模式：加盟商按品类税前营业额提取分成，其中非食品 38%/食品类 33% 2) 代理模式（传统模式，主要应用于海外市场）： 管理权：代理商负责门店运营管理，总部仅负责库存监督与制定业绩目标； 商品/库存：货权到岸前归公司，到岸后归加盟商； 铺货方式：加盟商申请，总部结合库存监督情况进行铺货； 定价权：仅提供建议零售价； 门店人员管理：公司仅制定运营标准，加盟商承担招聘、培训并负担工资成本； 分成模式：无分成，赚取进销差价

小米	1) 国内：门店总数约 1.8 万家，其中 500 平以上大店 240 家。其中 90% 以上为加盟模式； 2) 海外：门店总数约 450 家	专卖店（类直营模式）+ 授权店（传统加盟）	1) 专卖店（他建自营，代销模式）： 管理权：公司派驻店长管理，制定标准与考核，加盟商也需参与日常经营； 商品/库存：货权归公司，加盟商为“代卖”，不承担库存风险； 铺货方式：公司主动配货，或加盟商申请提货 定价权：全国统一指导价； 门店人员管理：公司派驻店长并承担工资成本，其他人员成本由加盟商承担； 分成模式：根据约定的结算周期按销售收入给予加盟商一定的返利 2) 授权店（他建他营，买断模式）： 管理权：由加盟商自主运营，公司提供品牌授权和供货支持； 商品/库存：货权和收入归加盟商； 铺货方式：加盟商一次性买断商品进行销售，自行决定铺货产品类型，采购后自行销售； 定价权：多数参考全国统一指导价，部分可自主定价或通过促销变相让利； 门店人员管理：加盟商全权承担； 分成模式：无分成，加盟商赚取进销差价
瑞幸	总门店数 31048 家，加盟 10814 家（35%），直营 20234 家（65%）	联营+部分托管	管理权：总部派驻店长（工资总部承担）负责门店运营管理，加盟商也需参与日常经营，有驻店打卡时间要求； 商品/库存：商品所有权归公司，加盟商不承担库存滞销风险； 铺货方式：总部依据历史销售与调研统筹铺货/补货/换货； 定价权：全国统一指导价与营销活动； 门店人员管理：公司招聘店长并承担工资成本，其他人员成本由加盟商承担； 收入/分成：分成按阶梯毛利进行，月毛利 ≤ 2 万，0% 抽成；2 万 < 月毛利按 10%-40% 阶梯抽成
霸王茶姬	总门店 7453 家，加盟店 6838 家（92%），直营 615 家（8%）	加盟	管理权：加盟商负责日常经营； 商品/库存：货权归加盟商； 铺货方式：总部依据历史销售情况制定进货指标，加盟商可补货； 定价权：全国统一指导价与营销活动； 门店人员管理：加盟商全权承担； 收入/分成：总部收取总流水的 10% 固定营销折扣费+17% 品牌服务，剩余部分为加盟商收入

资料来源：海澜之家、名创优品、瑞幸等公司公告，中国银河证券研究院（注：渠道数据截止 2025 年底）

（二）海澜之家：加盟渠道创新路径——“类直营”模式

海澜之家对于公司自有品牌的连锁经营采取“平台+品牌”的类直营模式，与传统加盟模式相比对终端具有更强的把控。海澜之家的加盟商拥有加盟店的所有权，但将门店的实际运营管理权、人事权全权委托给公司；商品所有权归公司或上游供应商，由总部系统智能配货，加盟商不承担产品滞销风险；门店商品售出后，营业收入由公司总部统一归集，随后按协议与加盟商进行财务结算。该模式下，对海澜之家而言，公司无重大支出，降低现金流风险。并且公司对终端实现较强管控，全国门店形象、价格与服务高度统一。对加盟商而言，减少了因运营经验不足导致门店经营不佳或

积压库存的风险。而传统的品牌服饰加盟模式中，加盟商需自主负责门店选址、进货、店面运营与人员管理；品牌方通常按吊牌价的特定折扣将商品买断式批发给加盟商，商品所有权随发货即刻转移，库存积压与终端经营风险由加盟商自行承担。由于品牌方一般仅负责供货，对终端的管控链条较长、力度较弱，导致各加盟店的终端折扣、服务质量与品牌形象较难实现完全统一。在此模式下，海澜之家全国加盟渠道快速扩张，截至 2025 年，海澜之家在全国拥有加盟门店 4958 家。

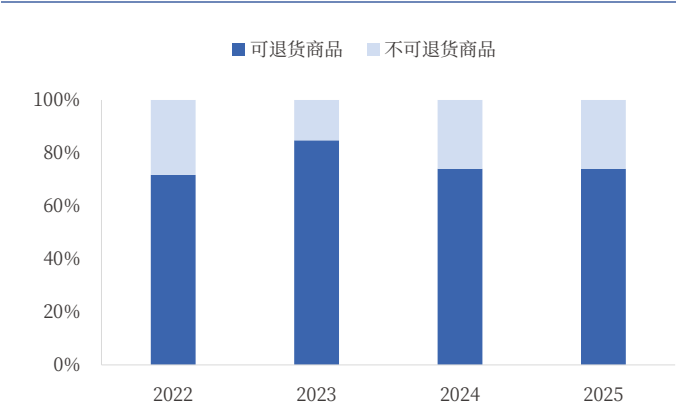
表2：海澜之家“类直营”模式与传统加盟商各维度之间的对比

维度	海澜之家“类直营”	传统加盟商
管理权	公司统一负责门店运营管理（加盟商不参与日常经营）	公司管理加盟商、加盟商自主管理门店
商品/库存	商品所有权归公司，加盟商不承担库存滞销风险；采购产品以可退货为主，未售可剪标退回供应商	商品所有权归加盟商，滞销由门店自行折扣处理
铺货方式	总部依据历史销售与调研统筹铺货/补货/换货	以订货会为主、加盟商下单决定铺货
定价权	全国统一指导价，正价经营为主	指导价框架下加盟商对非当季品价格处置权较大
门店人员管理	公司统招统管、加盟商承担工资成本	加盟商自招自管、标准难统一
收入/分成	商品售出后按协议分成确认公司收入；加盟商分成约为流水的一定比例（根据合同约定为主）	发货即确认品牌批发收入，加盟商自负盈亏

资料来源：海澜之家公司公告，中国银河证券研究院

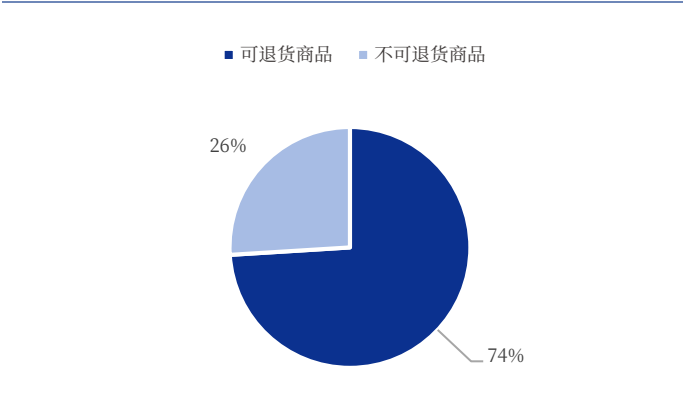
海澜之家通过与供应商签订“可退货为主”的采购合同能够化解传统服饰零售业加盟商的库存积压痛点。海澜之家连锁门店存货中附带“可退货条款”的商品占比通常在 70%-80%（2025 年可退货存货规模达 76.90 亿元，占比为 74%）。依托这种采购机制，公司及加盟商对这部分存货承担的跌价风险和计提准备为 0 元。与之相反，传统服饰加盟模式普遍采用“层级批发与买断制”，商品一旦发货，所有权和滞销风险便转移给下游加盟商。在面临销售不景气或压货时，传统加盟商只能被迫打折清仓，容易引发品牌价格体系的混乱。而海澜之家通过强大的供应链话语权，将大部分滞销风险向上游供应商转移，并让品牌方更好的掌控产品终端定价权。

图17：海澜之家 2022-2025 年不同采购模式下的存货结构占比



资料来源：海澜之家公司公告，中国银河证券研究院

图18：2025 年公司存货可退货/不可退货商品占比



资料来源：海澜之家公司公告，中国银河证券研究院

海澜之家依托智能化物流园区实现全链路数据穿透，铸就柔性供应链壁垒。传统服饰加盟模式多以批发买断为主，品牌方终端零售之间存在一定的数据断层。由于无法实时洞察终端真实的客群画像与动销数据，品牌方在需求预测、市场反应和终端真实库存等方面存在信息盲区。而海澜之家的“类直营”模式依托高度智能化的物流园区，通过先进的物流仓储设备及 SAP 信息系统，实现对

货品的统一收发和存储。公司的 SAP 信息系统将门店销售、物流园区存储、供应商的生产等信息进行有效连接，实现智能化入库、存储、配货、拣选、发货，不仅提高了公司对库存的管控能力，加快了产品的周转效率，还能对缺货进行预测，为上游供应商提供足够的数据支撑，从而带动整个产业链的高效运营。

图19：海澜之家智能化物流园区运转机制



资料来源：海澜之家公司公告，中国银河证券研究院

海澜之家采取的“平台+品牌”类直营加盟模式，使其在男装赛道建立起独特的差异化优势。在该模式下，加盟商主要作为财务投资人参与，将门店运营权交由总部，且无需承担库存积压风险。这套模式的优势得益于其“可退货为主”的采购策略，公司存货中附带可退货条款的商品占据了绝大比例，成功将大部分滞销风险转移至上游供应链化解。而支撑这一庞大加盟网络与退换货机制高效运转的，是其全国领先的智能物流基建，公司依托江阴总部物流园区及 SAP 信息系统，打通了“门店零售-物流仓储-供应商生产”的全链路数据，实现了全自动化、智能化的入库、拣选与精准配货。这种类直营的加盟模式不仅降低了加盟商的准入门槛与经营风险，也为海澜之家构建了行业内供应链协同和渠道壁垒优势。

（三）小米之家，线下渠道专卖店“他建自营”模式为主

小米除了具有线上流量优势外，线下渠道高度扁平化，小米集团直接对接线下“小米之家”加盟店，渠道高度扁平。小米之家门店分为三种类型：小米之家旗舰店、专卖店、授权店，其中旗舰店为小米自营，数量较少；而专卖店和授权店为加盟模式，占比 90% 以上，两者分别对应不同的市场层级，承接“人车家全生态”展示，兼顾扩张速度与品牌统一性。尽管小米线下门店以加盟为主，但本质上底层架构是 DTC/准直营，因此较传统的加盟模式更加轻资产、强管控。

1) 专卖店：合作方出资建店，参与日常经营，并承担店长以外员工的成本；但店长由小米派驻，制定标准与考核，因此门店经营更标准化，贴近小米统一标准。商品销售为“代销模式”，即货权和定价权均归属小米，铺货方式也主要是由小米总部主动配货，合作方仅为代卖，不承担库存滞销风险，按销售收入的一定比例赚取返利。

2) 授权店：合作方出资建店并负责运营，日常维护费用及员工薪酬均为合作方承担，小米负责陈列、价格等的统一指导，提供品牌授权和供货支持等。商品销售为“买断模式”，即合作方一次

性买断商品进行销售，承担库存滞销风险，赚取进销差价。相比专卖店模式，授权店模式自由度更高，但标准化程度更低，适合借助合作方以低成本快速下沉扩张。

此外，小米通过数字化赋能新零售，2020 年推出零售管理系统“小米零售通”APP，使得线下门店的消费和货品流动数据可以实时刷新上传，有效提升了货品周转率，降低库存积压。整体而言，在小米之家模式下，小米的线下渠道具备高周转、低加价、生态复购和用户直达的优势，增强公司的价格竞争力和终端控制力。

表3：“小米之家”线下门店三种模式

	旗舰店	专卖店	授权店
运营属性	自营（小米全资，数量极少）	加盟（他建自营，赚返利，小米派店长运营）	加盟（他建他营，自负盈亏，小米指导）
市场层级	一二线城市核心商圈	城市市场为主，购物中心、核心商圈	县镇、下沉市场，熟人经济
品牌控制程度	最高	较高	较高，但弱于专卖店
主要功能	树立品牌形象，承接高端化与生态展示，标杆服务	标准化程度高，同时承接生态展示，兼顾扩张速度与品牌统一性，是城市零售主力	核心不是极致统一，而是借助合作方以低成本快速下沉扩张，提高网络密度，拓展空白区域

资料来源：中国银河证券研究院

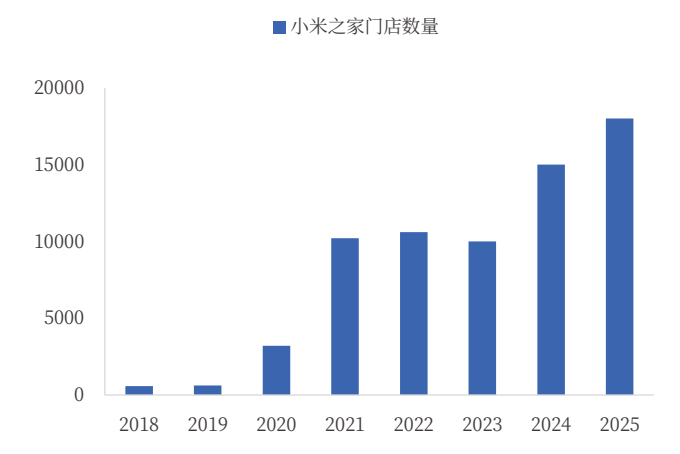
2020 年 8 月，小米宣布新零售变革，2020 年国内小米之家门店数量超 3200 家；2021 年，小米全力加速门店扩张，增加了超过 7000 家门店；2022-2023 年，小米对国内线下门店进行盘整提质，增长放缓；2024 年起重回增长轨道，截至 2025 年年底，国内小米之家数量达到约 1.8 万家，较 2024 年增加超过 3000 家，其中 500 平以上大店数量较 2024 年增加超过 170 家。

图20：2025 年“小米之家”线下门店拓展进度



资料来源：小米官网，中国银河证券研究院

图21：2018-2025 年“小米之家”中国大陆线下门店数量变化



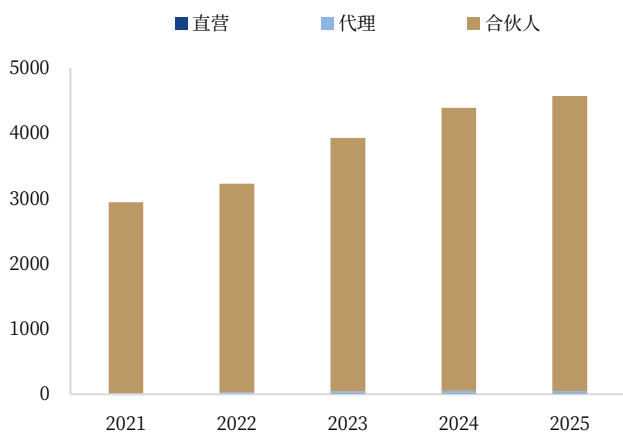
资料来源：小米官网，小米集团公司公告，中国银河证券研究院

当前小米线下渠道面临的主要挑战，一是在市场饱和、竞争激烈的环境下，单纯依靠门店数量的扩张已难以为继，门店盈利能力的提升成为关键，因此 2026 年小米对线下门店的发展战略从规模扩张转向质量提升，将资源聚焦高潜力门店，并有序关闭部分低效且亏损的门店；二是在存储价格上涨的背景下，手机盈利能力下滑（2025 年手机业务毛利率同比-1.7pct），IOT 和大家电业务成为拉动利润的重要品类，小米之家线下门店的销售重心或将有所调整。

（四）名创优品线下渠道“合伙人”模式为主

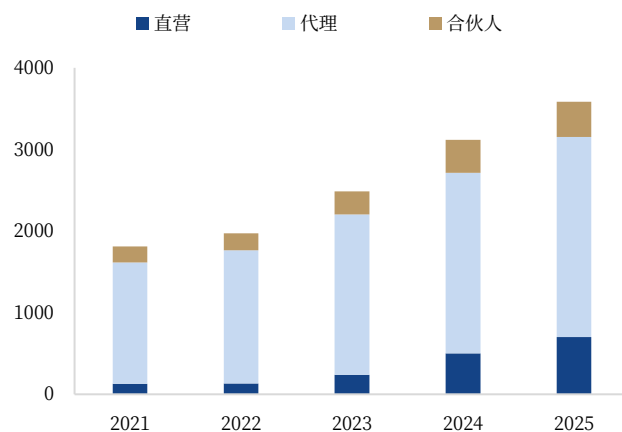
为应对不同区域市场特征，名创优品的开店策略较为灵活，主要分为：1) 直营模式；2) 合伙人模式；3) 代理模式。截止 2025 年，公司主要以合伙人模式经营中国内地门店，而在海外市场则以直营+代理模式并行。其中合伙人模式与海澜之家类直营模式相似，加盟商不参与门店日常运营，由公司总部直接负责运营管理，且加盟商不承担库存风险，而在利润分配模式上加盟商则按品类税前营业额提取分成。这种模式创新的本质是解决了双方痛点，有效利用合作双方的优势，避免了短板，提高了整体投资/运营效率，在终端渠道竞争加剧的情况下维持终端有利的竞争力。

图22：名创优品国内开店模式以合伙人为主



资料来源：名创优品公司公告，中国银河证券研究院

图23：名创优品海外开店模式



资料来源：名创优品公司公告，中国银河证券研究院

合伙人模式：门店模型及品牌势能确立后，合伙人模式可最大化公司扩张速度，为公司在国内开店的主要模式。合伙人模式下，加盟商本质是带资源的财务投资人，主要为名创提供开店所需的本地商业资源，以及承担相应的资本开支和运营（人员、租金）开支，名创则为加盟商提供从选址、员工培训、产品定价及库存管理方面的一系列运营支持。此外，合伙人模式下的所有库存由名创承担，完成销售后则按约定比例与加盟商进行分成。因此，合伙人模式下名创加盟商的存货风险较低，且无需亲自参与投资，充分匹配具备此类具备较多商业资源的财务型加盟商开店诉求。因此对名创在品牌、供应链管理都非常成熟的国内市场来说是开店最快的模式。

代理模式：核心是依托合作伙伴在当地丰富的商业资源及零售经验，为名创拓展海外市场。代理模式下，名创的门店运营与选址均由代理商全权负责，且代理商买断 FOB 货权后在当地进行销售，公司主要输出系统化支持，包括前期市场调研、人群画像，中期负责产品定价、商品规划、门店设计等，后期负责开店运营、复盘等培训型工作。同时公司在订货管理、仓储配送、销售管理、用户运营等方面进行数字化赋能。此外，在代理模式下，虽然公司对终端渠道的管理、运营职能弱化，但取而代之的是对代理商进行绩效和经营监督。目前，公司在海外市场主要以代理模式进行扩张，如在墨西哥与当地最大的连锁超市 Grupo Sanborns 合作，通过旗下的 Sears 和 Sanborns 等多家百货公司获得门店点位以及租金的折扣。总结来看，在这一模式下，门店由加盟商运营，公司总部供货，使得名创能以较低的试错成本应对全球不同市场情况，从而实现海外门店扩张。

表4：国内头部潮流零售品牌名创优品与 KK 集团门店模式对比

	名创优品		KK 集团 (KKV/调色师/X11/KK)
模式	合伙人	代理	加盟
核心特征	总部全托管联营，加盟商财务投资	加盟商运营，总部供货	以股权方式与加盟商联合开店
加盟费与分成模式	1) 品牌授权费：0-10 万元； 2) 管理咨询费：流水的低个位数百分比 3) 分成模式：加盟商按品类税前营业额提取分成，其中非食品 38%/食品类 33%	1) 品牌授权费：0-600 万； 2) 保证金； 3) 分成模式：总部赚供应链的钱，代理商主要赚取货品进销差价	1) 加盟费/保证金：无 2) 分成比例：加盟商按月度营收分成 35%； 3) 年度分红：加盟商按股权出资 70-80%，对应净利分红/承担亏损
加盟商义务	建店资本开支，人员、租金等运营费用	1) 建店资本开支、人员、租金等运营费用； 2) 货品需预先全额付款，总部不接受未售出产品退货	1) 建店资本开支、人员、租金等运营费用； 2) 货权：加盟商按供货价买断（约为零售价的 3.5-4.5 折）
管理模式	公司提供全部门店管理和咨询服务	公司不提供门店管理和咨询服务，但制定运营标准，并定期比对销售数据与库存检查	KK 集团提供标准，但加盟商自管
货权	公司持有，加盟商无定价权	到岸交割后由加盟商持有，加盟商有定价	加盟商持有

资料来源：名创优品公司公告，中国银河证券研究院

（五）现制饮品：类直营的瑞幸、霸王茶姬 VS 传统模式的古茗、蜜雪

中国现制饮品行业商业模式已全面转向加盟制。加盟模式已主导现制茶饮及现磨咖啡市场，门店规模前十品牌均为加盟制，昔日以直营为主的新茶饮龙头喜茶、奈雪近几年则进入大规模关店阶段。我们认为行业普遍转向加盟的核心原因在于，外部消费环境变化+行业发展日趋成熟后，纯直营模式“慢”和“重”的特征难以在激烈的市场竞争中为规模化扩张提供支点，且需要承担超额的经营风险；而加盟模式本质上是品牌总部负责后端物流供应链、门店运营管理体系与品牌营销，将“重”和“慢”的开店工作交由加盟商，从而驱动快速扩张。因此，对于剑指万店以上规模的现制饮品品牌，加盟是必选项，即便高端品牌星巴克中国，在博裕接手股权后亦计划在中国市场采用加盟模式进行扩张。

表5：中国 TOP10 现制饮品品牌运营模式

排名	品牌	门店数	运营模式
1	蜜雪冰城	4.41 万家	加盟为主
2	瑞幸咖啡	3.05 万家	直营占比 65%，加盟占比 35%
3	库迪咖啡	1.60 万家	加盟为主
4	古茗	1.36 万家	加盟为主
5	沪上阿姨	1.10 万家	加盟为主
6	星巴克	8660 家	直营为主，但在博裕介入中国区后，或将大规模开启加盟
7	幸运咖	8210 家	加盟为主
8	茶百道	8161 家	加盟为主
9	霸王茶姬	7103 家	加盟为主
10	益禾堂	6773 家	加盟为主

资料来源：极海，窄门餐眼，各公司公告，中国银河证券研究院

中国茶饮品牌的加盟体系从粗放扩张转型为精细管控。早期加盟模型粗放式的选址策略易造成品牌门店过于集中，导致单店业绩下滑，同时缺乏标准化管理导致品牌品控风险频发。另外，早期加盟模型存在管理脱节问题，品牌方仅局限于收取加盟费但缺乏持续赋能加盟商的能力导致加盟商存活率较低。面对上述痛点，目前国内头部现制饮品品牌均已形成较为完善的加盟管控体系，同时部分品牌如瑞幸通过派驻店长的方式帮助加盟商完善门店运营。

图24：头部茶饮品牌对加盟商提供的服务

公司	培训服务	巡店机制	智慧门店解决方案	门店评估	消费者投诉
蜜雪冰城	线下培训提供了一套全面、标准化的课程门店开业前，加盟商及其员工须参加为期 12 天的集中培训并通过考试。2024 年前九个月，公司已推出 400 多个预先录制的新课程。	由 1,585 人的门店经营顾问团队负责指导和监督门店运营，并定期对门店进行巡查，提供反馈和改进建议。	公司通过数字化的方式帮助加盟商申请及门店的日常运营和管理，有效管理门店库存，提高运营效率。	公司定期评估门店表现，包括消费者满意度、加盟商对协议的遵守情况和业务表现，并根据评估结果提供定制化的改进计划。	公司设立了专门的消费者服务热线和在线渠道，及时处理消费者投诉，并指导加盟商妥善解决问题。
古茗	截至 2024 年 9 月 30 日，公司在两个培训中心和 140 家门店提供现场培训，有专业团队负责加盟商的培训和评估。公司制定了强制性培训课程，涵盖运营、管理、产品信息等内容，加盟商需在开店前和新产品推出前完成相关培训。此外，加盟商必须通过“门店宝”视频教程并通过评估才能提供新产品。	公司设有一支约 470 名员工的团队，负责监督和审计加盟商门店的运营与管理。利用信息技术系统，公司自动定制监督路线和门店检查项目。门店督导定期巡访，确保各门店遵守公司运营和管理标准。	公司督导团队依据检查清单例行评估门店表现，并要求加盟商在营业时进行监控。我们的数字系统追踪销量、库存和原料有效期，自动检测数据异常并触发进一步调查。		公司密切监控与食品质量相关的消费者投诉，并在必要时采取补救措施。
沪上阿姨	公司为加盟商提供全面的培训和督导，涵盖开业前培训、门店管理以及新产品上市的持续培训。	公司通过结合线上和线下监督，建立了全面的巡店机制。线上督导利用远程通信工具进行实时指导，线下督导执行现场检查。每月至少进行一次现场或视频巡查（偏远地区一季一次线下巡查）	提供一套自有的多功能门店运营系统—“沪上阿姨门店助手”，该系统集成了产品订购、瑕疵报告及数据报告功能，支持门店的日常运营。	公司通过信息技术系统积极管理门店网络，定期对各门店进行综合评估，评估内容涵盖食材质量、产品种类、服务质量及设备状况等。不符合标准的加盟商将接受培训或罚款，严重者可能被要求停业或终止合作。	公司建立了消费者满意度团队，负责处理消费者投诉。对于自营和加盟店的食品安全事件，公司进行调查和核实。此外，公司通过微信小程序设立了消费者热线和在线客服。
茶百道	公司设立茶百道职业技能培训学校，提供线上线下融合的全周期专业培训。总部培训中心设有教室和练习区，定期举办培训。加盟商及员工需完成强化培训，领取结业证书。公司还提供日常运营和专门培训计划，支持线上学习和区域中心培训。	2023 年底，公司有 567 人的区域督导团队，每月对门店进行 3 至 4 次巡检。此外，总部和区域稽查团队进行随机检查，第三方机构定期对门店食品安全进行专项检查，对违反标准的门店采取闭店处理。	公司为加盟商提供智慧门店解决方案，包括智能茶饮机和自动水果加工机等。同时，公司对门店进行装修升级，符合品牌形象，并开发全周期数字化门店管理解决方案，包括数据整合和加盟商数字管理，以促进门店智能化运营。	公司定期每季度对加盟商及其门店进行评估。评估内容包括门店业绩、员工服务能力、顾客满意度及问题解决能力。根据评估结果，门店会被分为四个等级，表现优秀的门店可获得费用折扣或奖励。	公司要求茶百道加盟店对配送延迟等小问题积极响应消费者投诉。对于严重的食品安全问题，加盟店需按公司指导进行整改，并执行公司的决策。若产品质量投诉，门店需退款给消费者。产品缺陷由供应商引起时，公司将要求供应商赔偿。

资料来源：各公司公告、中国银河证券研究院

加盟模式的趋势性变化：品牌筛选标准，从纯财务投资型加盟商到与加盟商利益捆绑+强调在店经营。整体而言，国内现制饮品行业加盟商以财务型加盟商为主，因为此类加盟商具备较强的财务实力与商业资源，是多数品牌完成 1-10 扩张的中坚力量。但硬币的另一面，是这类加盟商对品牌的忠诚度较低，当品牌势能衰退、投资回报率下降时，财务型加盟商往往是闭店最快的群体，也是品牌从短期快速扩张走向 10-100，乃至长期永续经营中的一大不稳定因素。因此，为了应对这一问题以及提高终端门店运营精度，近年来多数品牌在加盟招商及管控策略上进行调整，核心思路在于强化与加盟商的利益联盟、提升加盟商对门店经营的专注度：

1) 瑞幸与库迪：从传统卖物料，转向门店运营流水抽成，虽然在最终的财务表现上与传统加盟模式无明显差异，但客观上降低了加盟商的库存风险（损耗仍有加盟商承担）。同时，总部重点派遣专业店长，协助加盟商进行门店运营。但 2026 年开始，在新的加盟政策要求，亦开始重点关注加盟商在店经营时长。

2) 霸王茶姬：调整利益分配机制，减轻加盟商压力。2025 年下半年开始为应对同店下滑压力，霸王将依托供应链卖物料的商业模式调整为“物料降价+门店流水抽成+折扣兜底”，理论上在同店流水不变的前提下可提升加盟商约 5-8pct 净利率。

3) 古茗、蜜雪等：商业模式仍以物料供货为主，加盟商承担库存与终端运营风险。但对加盟商的门店管理运营提出高要求，尤其青睐在店经营型加盟商，对加盟商在店经营时间有更为严格的要求，并逐步降低体内财务型加盟商占比。

表6：名创优品与 KKV 开店模式异同

品牌	瑞幸咖啡	库迪咖啡	霸王茶姬	蜜雪、古茗等
核心特征	联营模式，收入阶梯分成	联营模式，收入阶梯分成	加盟模式	纯加盟
加盟费与分成模式	1) 加盟费：无 2) 管理费：2000 元/年 3) 分成模式：总部对门店毛利进行阶梯抽成：月毛利 ≤ 2 万，0%抽成；2 万 < 月毛利按 10%-40%阶梯抽成	1) 加盟费：无 2) 分成模式：总部对门店毛利进行阶梯抽成：月毛利 ≤ 基准值，%抽成；基准值 < 月毛利，按 5%-25%阶梯抽成，基准值=月房租+1 万元	1) 加盟费：6.98 万 2) 分成模式：总部收取 10% 固定营销折扣费+17%品牌服务，同时将物料成本降低 20%-40%	1) 加盟费：6.98 万 2) 分成模式：总部卖物料，约为 GMV 的 30%-40%
加盟商承担	建店资本开支，店员招聘、租金等运营成本	建店资本开支，人工、租金等运营成本	建店资本开支，人工、租金等运营成本	建店资本开支，人工、租金等运营成本
管理模式	公司提供店长并承担工资，但加盟商也有驻店打卡要求（月≥90 小时）	加盟商负责门店运营，总部提供品宣、供应链支持	加盟商负责门店运营，总部提供品宣、供应链支持	加盟商负责门店运营，总部提供品宣、供应链支持，对驻店打卡要求严格
货权	货权在总部	货权在总部	货权在加盟商，但总部统一定价	货权在加盟商，但总部统一定价

资料来源：各公司公告，中国银河证券研究院

三、独立站，稀缺的线上直营模式

（一）中国线上直营，特别是独立站模式较为稀缺

所谓线上直营，指品牌方绕过任何中间商，通过自建官方独立站或在第三方公域平台直接开设并运营官方旗舰店（如天猫官方旗舰店）的方式，直接面向终端消费者进行销售并沉淀用户数据的模式。需要明确的是，品牌方直接向京东供货的模式（即京东自营/1P 模式）不属于线上直营。

中国市场的流量环境呈现高度的平台中心化特征，这导致“品牌独立站”在本土成为一种极为稀缺的经营模式。国内消费者的线上主流量高度汇聚于天猫、京东、拼多多等头部电商巨头。

在中国，仅有极少数具备强粉丝经济、高复购黏性或独特供给的企业，能够实现独立站（或自营 App/小程序）的大规模销售，典型代表如茅台、泡泡玛特、小米。这些品牌拥有天然的流量自生能力。在 2020-2021 年的渠道变革中，家电巨头格力曾试图通过打造“董明珠的店”这一线上独立站（私域商城）来摆脱对传统渠道和第三方平台的依赖。然而，由于空调属于高客单价、低复购、强安装属性的标准化家电，消费者在购买时依然存在强烈的“平台依赖症”，流量最终仍向天猫、京东等大平台倾斜。

与中国截然不同，美国市场的 DTC 独立站生态高度发达，这主要得益于两地电商文化与消费者行为模式的根本差异。美国消费者对品牌官网（Official Website）和独立站有着天然的信任基础与长期沉淀的购买习惯，并不盲目依赖单一的大型电商平台。在美国，不仅像 Apple（苹果）这样的科技巨头能够通过独立站实现惊人的直销规模，甚至在医疗保险与服务领域的龙头企业如 Cigna（信诺）等，也能依托官方独立渠道完成大规模的业务直接承接。

（二）2026 年，茅台独立站“i 茅台”发力

贵州茅台：以 i 茅台开启扁平化与数字化改革。2022 年 3 月，i 茅台正式上线，当时消费者可直接登录手机 APP 购买茅台真实产品。以飞天 53%vol 500ml 贵州茅台酒为例，每日 9:00 开售，每次限购 1 次，单次可下单 1~6 瓶。i 茅台上线产品包括贵州茅台酒（经典系列、精品系列、生肖系列、陈年酒系列、文化系列、低度酒系列）、系列酒产品（茅台 1935、茅台王子酒、赖茅等）及多款文创产品。

图25: i 茅台目前在售产品 (部分)

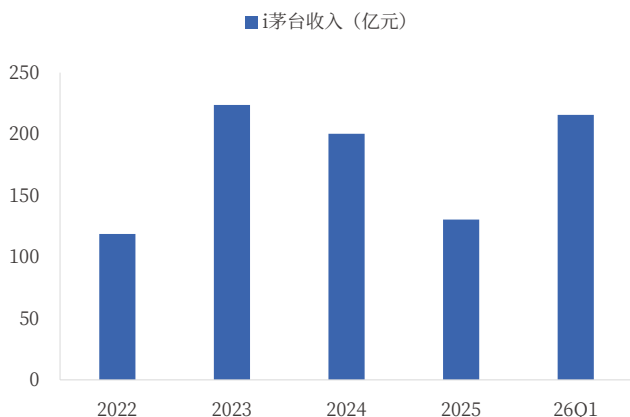
贵州茅台酒					系列酒（部分）	
塔尖	 陈年茅台(15年) 500ml/53%vol ¥4279	 鼓乐飞天 500ml/53%vol ¥2699	 黄小西吃晚饭 500ml/53%vol ¥2499	 黄小西吃晚饭 100ml/53%vol ¥429	 黄小西吃晚饭 100ml×6/53%vol ¥2579	 茅台1935（经典款） 500ml/53%vol ¥738
						 茅台1935（尊享） 500ml/53%vol ¥998
塔腰	 精品茅台 500ml/53%vol ¥2359	 丙午马年 经典版 500ml/53%vol ¥1899	 丙午马年 礼盒装 500ml×2/53%vol ¥3789	 丙午马年 珍享版 500ml/53%vol ¥2699		 茅台王子酒 500ml/53%vol ¥258
						 赖茅（传承·蓝） 500ml/53%vol ¥468
塔基	 飞天（2026年） 500ml/53%vol ¥1539					
	 飞天（2024年） 500ml/53%vol ¥1909	 飞天（2023年） 500ml/53%vol ¥2019	 飞天（2022年） 500ml/53%vol ¥2139	 飞天（2021年） 500ml/53%vol ¥2299		
	 飞天（2020年） 500ml/53%vol ¥2459	 飞天（2019年） 500ml/53%vol ¥2649	 1L 贵州茅台酒 1000ml/53%vol ¥3119	 100ml 贵州茅台酒 100ml/53%vol ¥299		
低度酒	 43度飞天茅台 500ml/43%vol ¥829	 43度（喜宴·红） 500ml/43%vol ¥829				

茅台文创（部分）	
茅台生肖系列酒具 ¥1188	
小茅酿酒系列盲盒手办套装 ¥688	
小茅开瓶器 ¥32	

资料来源: i 茅台 APP, 云酒头条, 中国银河证券研究院

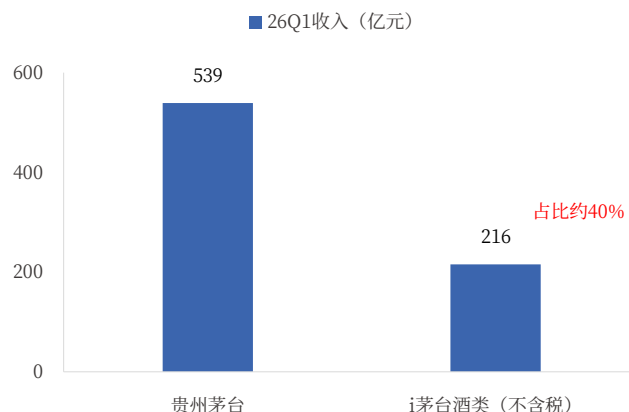
2026 年开始, i 茅台已经成为公司重要的渠道之一。从营收贡献来看, 2022 年上市首年 i 茅台实现酒类不含税收入 118.8 亿元, 2023 年为 223.7 亿元, 2024 年为 200.2 亿元, 2025 年为 130.3 亿元, 2026 年一季度突破 215.5 亿元, 占公司收入比重已经接近 40%。

图26: i 茅台历年收入变化趋势



资料来源: 贵州茅台公司公告, 中国银河证券研究院

图27: 2026 年一季度 i 茅台收入占比接近 40%



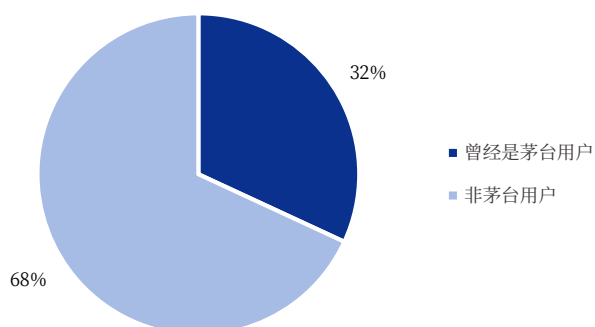
资料来源: 贵州茅台公司公告, 中国银河证券研究院

“i 茅台”平台的独特爆发力, 核心源于其构建了“正品防伪”与“价格红利”的双重因素。由于高端白酒市场长期受困于假货屡禁不止的顽疾, 消费者在购买时面临极高的辨伪成本。在这种背景下, 茅台的官方直销渠道不再仅仅是销售通路, 更是无可替代的信任安全岛。消费者对官方渠道的强烈偏好, 天然为“i 茅台”等平台完成了第一轮的用户心智占领。通过“i 茅台”平台申购的产

品，其官方定价低于因稀缺性驱动的市场实际流通价。这种显而易见的价格差（套利空间），直接转化为对消费者的强力磁吸，为平台带来了极高的用户黏性与源源不断的自发流量。

i 茅台产品货真价实，降低消费者选择成本，已成为获取新消费者的渠道。传统渠道存在加价层级多、市场正假货品混杂的痛点，i 茅台则显著降低了信息门槛与购买门槛，有效匹配潜在消费者需求：1) 价格透明，500ml（53%vol）飞天茅台零售定价 1539 元，低于传统经销渠道经过批发商加价后的终端价，且价格相对稳定；2) 货品保真，i 茅台由酒厂直供到终端，有贵州茅台企业本身背书，避免消费者为保真付出额外成本。i 茅台正有效触达并转化新消费群体，据微酒调查报告，68% 的受访者在 2026 年前并非茅台用户，i 茅台开放申购后吸引了新消费者的注意和尝试。

图28: i 茅台成为获取新消费者的渠道



资料来源: 微酒, 中国银河证券研究院

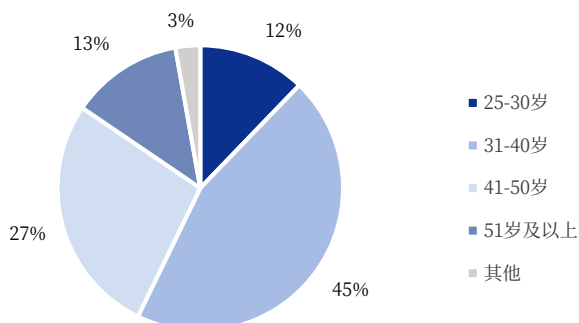
图29: i 茅台有效实现新消费者的购买与信息平权



资料来源: i 茅台官方公众号, 茅台时空, 中国银河证券研究院

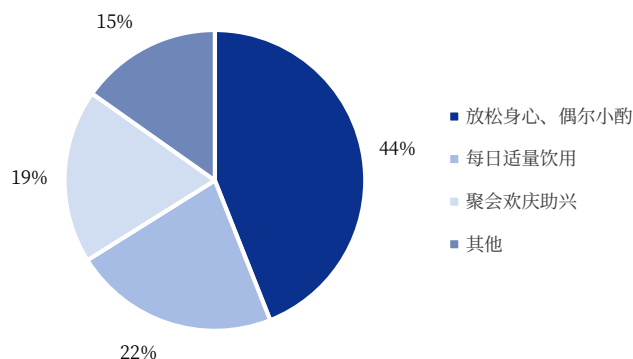
i 茅台直接触达终端消费者，可清楚掌握消费者画像与动销数据。根据 i 茅台官方发布春节期间有奖问卷的统计结果，2026 年春节期间共超 1400 万消费者登录 i 茅台，累计有 153 万名消费者参与了问卷。从年龄来看，31-50 岁群体为核心消费人群，占比约 72%；从场景来看，“放松身心、偶尔小酌”为主流状态（占比 44%），其次为每日适量饮用（占比 22%）。

图30: i 茅台消费者画像



资料来源: i 茅台官方公众号, 中国银河证券研究院

图31: i 茅台用户消费场景

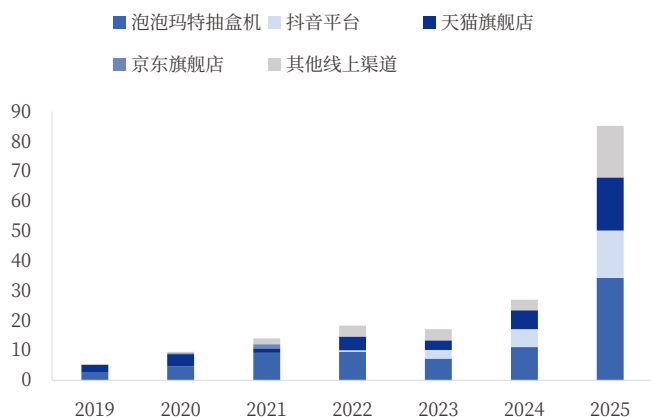


资料来源: i 茅台官方公众号, 中国银河证券研究院

（三）泡泡玛特：抽盒机模拟线下体验，私域运营客户粘性高

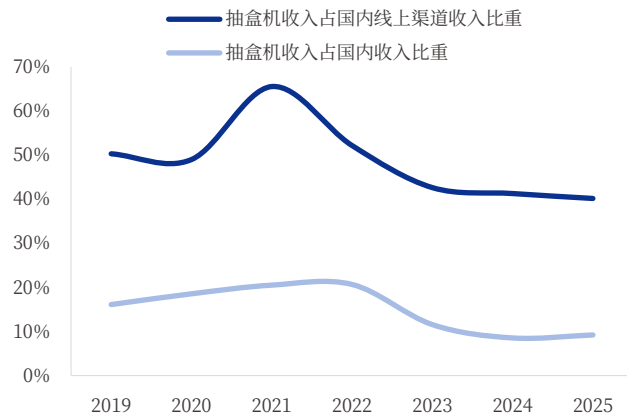
泡泡玛特线上抽盒机（小程序）是其线上渠道收入的重要来源。2025 年泡泡玛特国内线上渠道收入 85.2 亿元，占国内收入的 41%，其中抽盒机实现收入 34.2 亿元，占线上收入的 40.2%，是泡泡玛特线上销售最核心的收入贡献来源，亦是公司私域流量运营的重要抓手。

图32：泡泡玛特国内线上渠道收入情况（亿元）



资料来源：泡泡玛特公告，中国银河证券研究院

图33：泡泡玛特抽盒机收入占比



资料来源：泡泡玛特公告，中国银河证券研究院

抽盒机渠道的成功主要依托于微信生态的私域运营和“在线抽盒”的沉浸式体验玩法，以产品和玩法驱动销量增长，而摆脱了传统线上渠道通过折扣吸引客户的运营方式。

1、沉浸式抽盒体验构建成瘾机制，客户粘性高。泡泡玛特通过导入“3D 摇盒”、“提示卡”、“360°查看”等玩法，模拟还原了线下抽盒的沉浸式体验，玩家选择想抽的盲盒系列后进入抽盒机，进入后看到 12 个盲盒组成的盒柜（模拟一整盒），可通过道具卡体验免费摇盒（每个盲盒可免费摇 3 次，系统提示“不是 XX 款式”，用于排除不想要的款）、提示卡（再获得 1 条“不是 XX”提示）、显示卡（直接显示该盒确切款式）等功能，选好目标盒后点击开盒，触发拆盒动画+音效，开盒后，款式自动存入“盒柜”，开盒即视为交易完成。

这种无痛开盒的沉浸式体验容易激发消费者的成瘾性，用游戏化机制将“购物”变成“娱乐”，同时用强 IP+会员体系锁住用户，实现了深度的私域运营。

2、私域运营、社群裂变，构建较高客户复购率。泡泡玛特深度利用线上小程序的可分享机制实现社群裂变，开发多种互动玩法。如：分享猜盒：转发未开盒子到社群，他人竞猜，双方获幸运值。欧气磁场：每日免费抽奖，奖品限时 24 小时，提升日活。盒友圈：内置社区，晒隐藏款、交换/转让，形成社交货币。同时构建了多层级会员体系和全渠道积分规则，实现了私域垄断和全域协同。

图34: 泡泡玛特抽盒机界面



资料来源: 泡泡玛特抽盒机小程序, 中国银河证券研究院

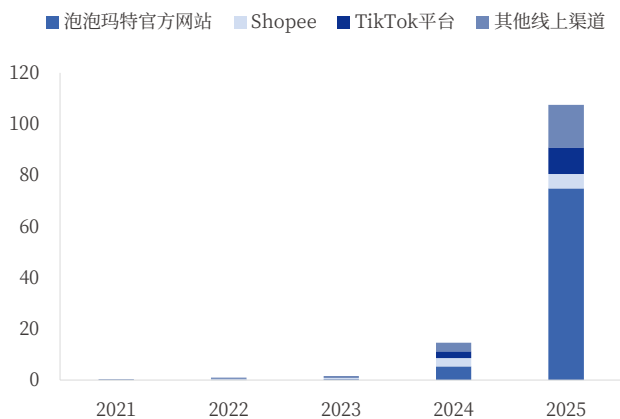
图35: 泡泡玛特抽盒机摇盒功能展示



资料来源: 泡泡玛特抽盒机小程序, 中国银河证券研究院

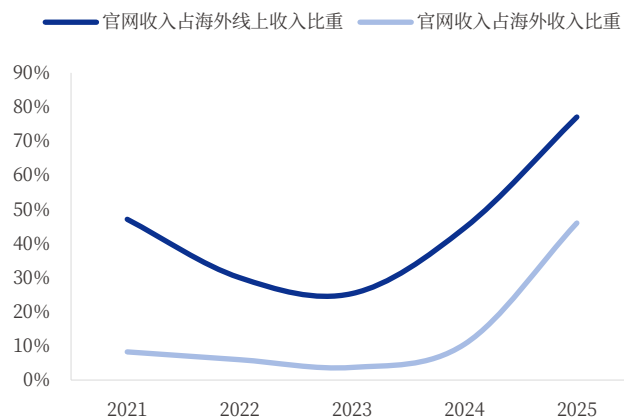
泡泡玛特亦把抽盒机运营的成功经验搬至海外，通过独立站销售的模式（即泡泡玛特官网），加强品牌展示和会员运营。该运营方式既融合了“抽号、秒杀”等特色玩法，也解决了各地区复杂的数据合规问题。2025年泡泡玛特海外独立站实现收入74.8亿元，占海外线上收入的比重达77.1%，占海外收入的比重达46%。

图36: 泡泡玛特海外线上渠道收入情况（亿元）



资料来源: 泡泡玛特公告, 中国银河证券研究院

图37: 泡泡玛特官网收入占比



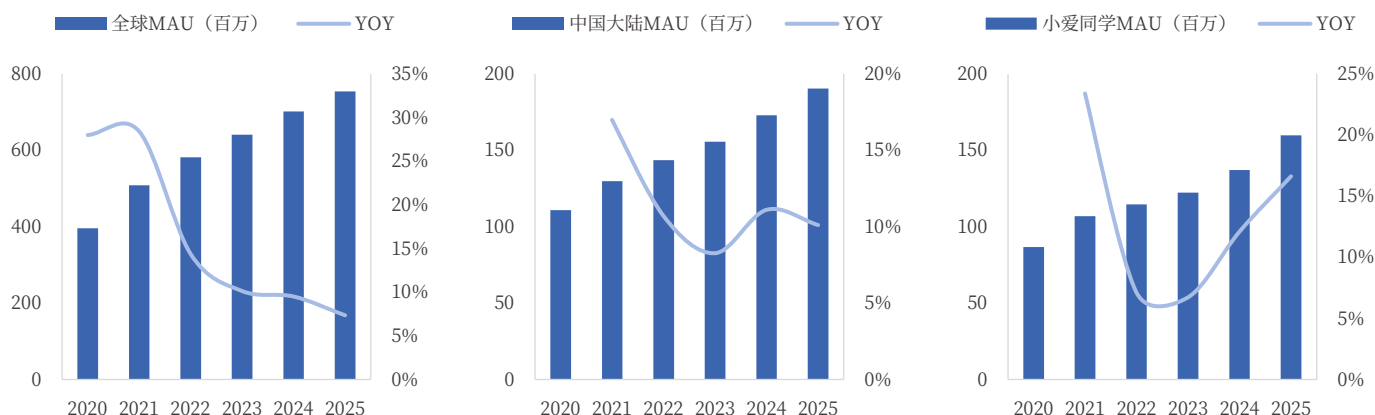
资料来源: 泡泡玛特公告, 中国银河证券研究院

（四）小米线上 DTC 模式，流量池优势明显

小米是国内少数实现线上独立站大规模销售的企业，核心原因是流量池优势明显。小米的线上 DTC 模式以自营电商平台“小米商城”、“小米有品”为核心，配合京东、天猫等第三方平台，实现全渠道覆盖。其中，“小米商城”为小米官方自营平台，涵盖全品类产品，例如手机、IoT、家电等；“小米有品”为小米生态链旗下生活消费品电商平台，聚焦家居、健康、个人生活等非手机类产品。通过 DTC 模式，小米能够直接触达用户，为品牌带来更高的定价、库存管控及运营效率。

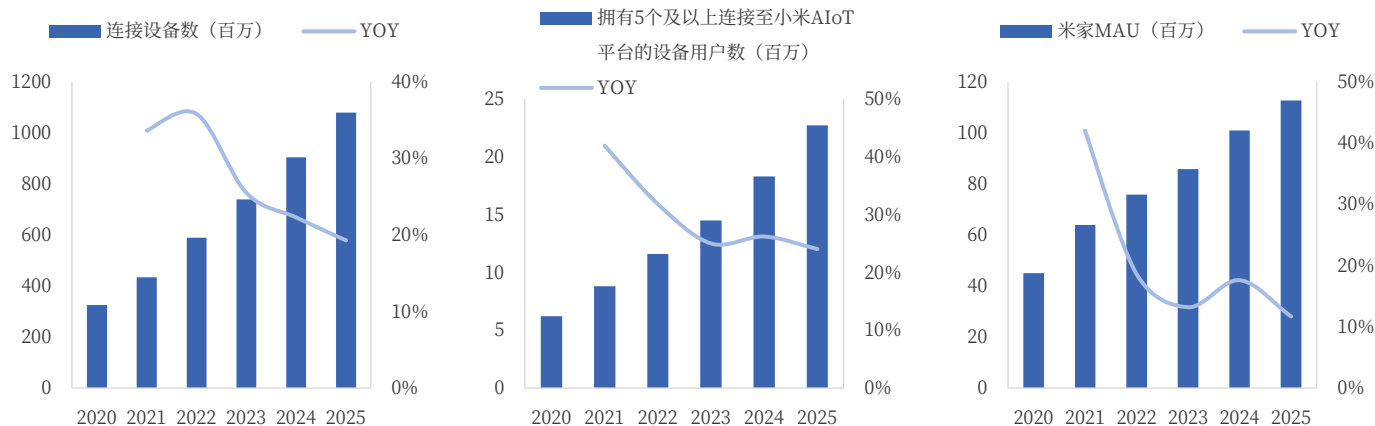
小米之所以能够实现线上高直营占比，核心原因在于低成本的流量，主要来自于雷军的企业家形象导流以及手机&AIoT生态带来的米粉流量。2025年12月，小米全球月活跃用户（MAU）达到7.54亿，同比增长7.4%，中国大陆MAU达到1.9亿，同比增长10.1%，持续稳健增长；截至2025年底，小米AIoT平台已连接的IoT设备数达到10.79亿台，同比增长19.3%，5+设备用户达到2280万，同比增长24%。这些自有用户构成了能反复触达、跨品类转化的低成本流量池，是小米低获客成本最直接的来源。此外，创始人雷军在微博/抖音的千万级粉丝矩阵形成高效的“自然传播”，营销成本更低，并有助于降低新品教育成本与转化成本，构成DTC的隐形护城河。

图38：小米全球用户规模稳步增长



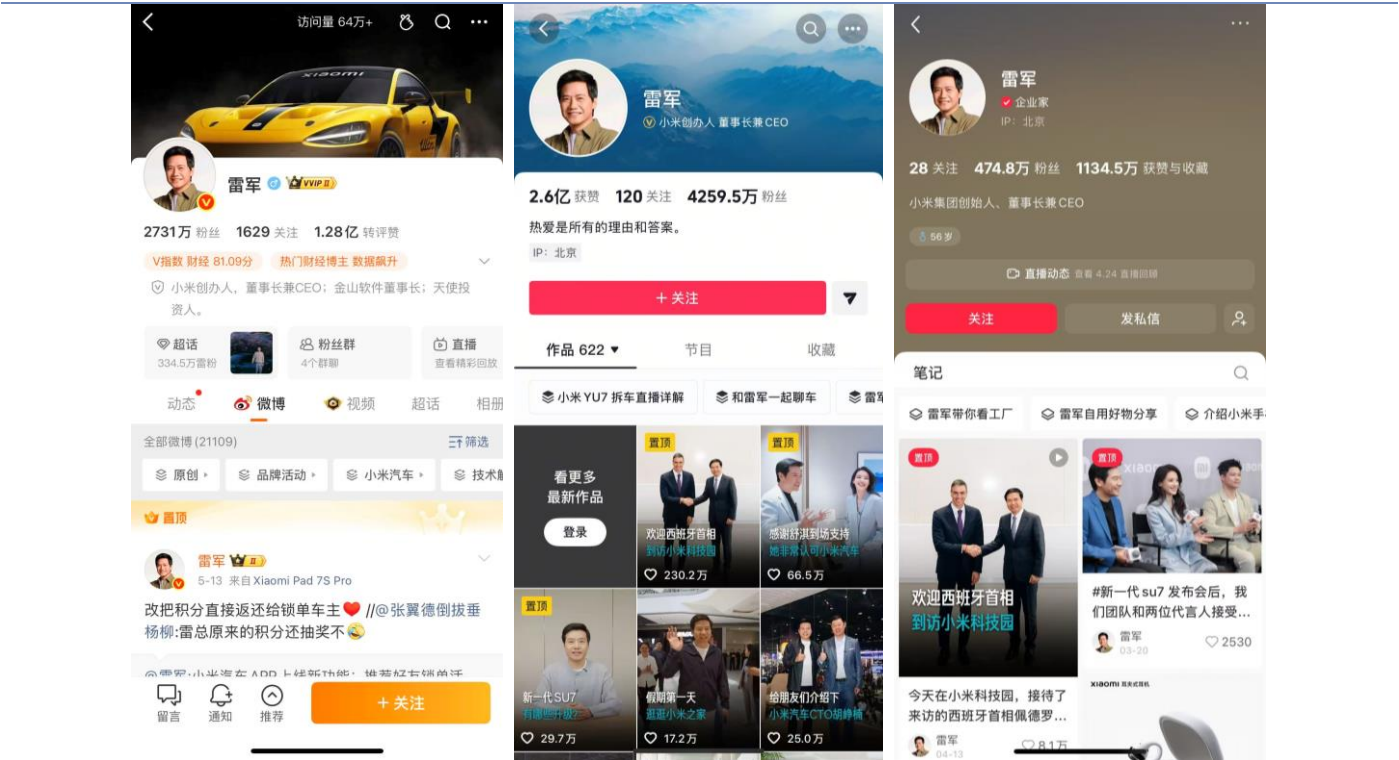
资料来源：小米官网，中国银河证券研究院（注：全球、中国大陆月活跃用户数包含智能手机和平板）

图39：小米消费级 AIoT 平台领先



资料来源：小米官网，中国银河证券研究院（注：AIoT平台连接设备数不包含智能手机、平板和笔记本电脑）

图40：小米创始人雷军拥有千万级粉丝矩阵



资料来源：微博，抖音，小红书，中国银河证券研究院（注：截至 2026 年 5 月 17 日）

(五) SHEIN 颠覆欧美快时尚

SHEIN 是中国企业在欧美采用独立站成功的典型代表。全产业链数字化导致 SHEIN 极致快反模式，效率高于欧美的快时尚品牌，成功的在欧美快时尚市场成为龙头。

SHEIN 在 2008 年起步，最初做婚纱等外贸生意；到 2012 年建立独立站“SHEINside”，开始聚焦互联网快时尚女装推进全球化。SHEIN 同时拥有网页独立站与 APP 应用程序，网站直接向消费者展示商品、促销、支付和履约服务。在 SHEIN，用户、交易数据、营销触点、推荐机制都沉淀在 SHEIN 自己的体系里；在亚马逊，平台拥有用户入口和规则主导权，卖家只是平台生态中的供给方。与亚马逊这一类标准化搜索电商相比，SHEIN 的优势在于趋势发现与非计划性消费，尤其是女装、美妆、居家等内容刺激、低门槛下单、快速更新和整站氛围感的品类，更容易给消费者营造沉浸式的购物体验。2023 年 5 月，SHEIN 正式宣布推出平台模式 SHEIN Marketplace，开启从“独立站直营”向“平台化”演进的转变。

表7：SHEIN 独立站直营与亚马逊平台卖家的区别

维度	SHEIN 独立站直营	亚马逊平台卖家/亚马逊平台模式
核心流量入口	自有网站+自有 APP	亚马逊站内搜索、推荐、广告位
用户关系归属	用户归 SHEIN 沉淀，形成私域和会员资产	用户入口归平台，卖家难以完整掌握用户资产
商品经营方式	早期以自有品牌/自营 1P 为主	平台上以第三方卖家供货为主
定价权	SHEIN 自营产品自主定价，平台化后仍深度参与核价	卖家自主定价，但受平台规则、竞价和广告体系制约

品牌呈现	强品牌统一入口，站内风格、活动、内容统一	平台统一框架下的店铺展示，品牌独立性相对弱
数据回流	从浏览、点击、加购到下单全链路可回流给 SHEIN	卖家可获取数据有限，核心流量分发逻辑由平台掌控
履约逻辑	中心仓+跨境履约+部分海外仓/本土仓	FBA 或卖家自发货，平台物流网络更成熟

资料来源：Shein 公司官网、中国银河证券研究院

SHEIN 围绕独立站形成了完整的 DTC 经营闭环。独立站是需求捕捉与验证中心，SHEIN 通过网站和 APP 积累用户浏览、加购、转化、复购等行为数据，再结合 TikTok、Instagram 等社媒趋势，快速识别潮流变化。通过快反机制，初始测试单通常只有 100-200 件，平均交付周期约 14-21 天，部分极端情况下可做到 7 天，并根据前端销售反馈决定是否放量返单。其次，独立站让公司拥有更高自由度的营销与活动设计，SHEIN 可以在自己的站点上自由设计满减、包邮、限时折扣、连带销售、新客券和节日主题等活动。此外，独立站降低了对单一平台规则的依赖，SHEIN 流量结构中直接流量占比较高，用户通常通过直接搜索网站域名和在搜索引擎中自然搜索来进行访问，形成了品牌自然流量+搜索流量+社媒投放的复合结构，使其在 2025 全球电商应用下载榜和 MAU 增长榜中名列前茅。

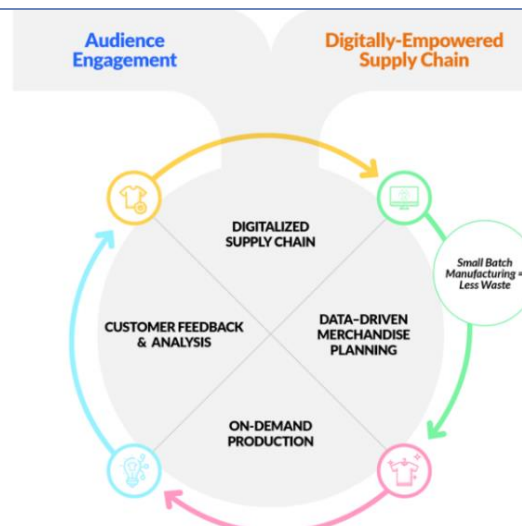
图41：2015 年 1-10 月全球电商应用下载榜和 MAU 增长榜

下载榜			下载增长榜			MAU 榜			MAU 增长榜		
排名	图标	应用名称	排名	图标	应用名称	排名	图标	应用名称	排名	图标	应用名称
1		Temu	1		Blinkit	1		Amazon Shopping	1		Temu
2		SHEIN	2		Instamart	2		Shopee	2		SHEIN
3		Amazon Shopping	3		抖音商城	3		Temu	3		Zepto
4		Meesho	4		bigbasket	4		SHEIN	4		Blinkit
5		Shopee	5		Whatnot	5		Flipkart	5		Amazon Shopping
6		Alibaba.com	6		POP	6		Meesho	6		Mercado Libre
7		Flipkart	7		淘宝	7		Mercado Libre	7		Meesho
8		Blinkit	8		JioMart	8		AliExpress	8		Vinted
9		AliExpress	9		Naver Plus Store	9		Lazada	9		Lidl Plus
10		Mercado Libre	10		小红书	10		Wildberries	10		Instamart

资料来源：Sensor Tower 应用表现洞察，中国银河证券研究院

SHEIN 通过按需生产的快反模式赋能供应商共同打造敏捷柔性供应链，从而提升经营效率。SHEIN 遵循以消费需求为导向，数字化柔性供应链赋能的商业模式，组建数字化供应链、智能化交易决策、按需生产和售后分析四个模块。这一商业模式能够解决客户需求与商品供应不匹配的问题，通过以 100 到 200 件小批量推出新产品来进行测试，实时评估客户反馈，并补充需求产品。高度自动化流程确保供应商合作伙伴能够生产客户实时需求的产品，同时最大限度减少生产浪费。通过数字化供应链，SHEIN 能够做到简化流程、减少运营成本，从而为消费者提供更具性价比产品，也使得 SHEIN 能够以较低成本实现快速全球扩张。

图42: SHEIN 商业模式图



资料来源: SHEIN 公司官网, 中国银河证券研究院

SHEIN 可以低价且快速上新不同产品。在上新节奏上, SHEIN 每天推出约 6000 款新商品, 显著高于 Zara、UR 等竞争对手。高频率的上新能力, 使得 SHEIN 能够不断为消费者提供最新时尚选择, 满足快速变化的市场需求。在定价策略上, SHEIN 也占据低价优势。以中国香港地区连衣裙售价为例, SHEIN 产品价格集中在 39-409 港币, UR 在 49-1699 港币, ZARA 则处在 299-1699 港币之间。通过提供广泛产品选择和极具竞争力价格, SHEIN 能够塑造高性价比品牌形象, 在提高品牌市场渗透率的同时增强用户忠诚度, 推动平台持续增长。

表8: 快时尚品牌上新节奏及连衣裙价格带

品牌名称	上新量 (款)	价格带 (港元)
SHEIN	6000/天	39-1429
UR	100-150/周	49-1699
ZARA	12000/年	249-1299

资料来源: SHEIN、ZARA 等公司官网, 《商学院》, 《ELLE》, 中国银河证券研究院

高性价比商品得益于高效供应链, “小单快返”成就“实时时尚”。SHEIN 与上游供应商主要采取 FOB、OEM 与 ODM 三种合作模式。其中大部分商户采取 FOB 模式, 要求在 7-15 天内高效完成订单, 从而对齐市场节奏。在需求分析方面, 希音开发了 LATR 模型, 实时分析库存和销售情况。该程序能够快速识别受消费者青睐的单品, 并启动重新订购流程以补充库存。若某单品销量不如预期, 生产流程将立即停止, 以将滞销库存控制在 100-200 个单位以内。在这一流程下, 希音能够凭借市场爆点与生产效率换取高出货与低库存。

表9: SHEIN 供应商合作模式

合作模式	形式	订单货期
FOB	SHEIN 自主设计并提供生产资料和样衣, 指定面料档口, 供应商包工包料生产, 供应商能接受小单快反	7-15 天
OEM	SHEIN 跟单发版, 供应商看图打版做货	9-18 天
ODM	SHEIN 买手选款, 供应商配合 SHEIN 进行产品开发并打版生产	/

资料来源: SHEIN 云工厂公众号, 中国银河证券研究院

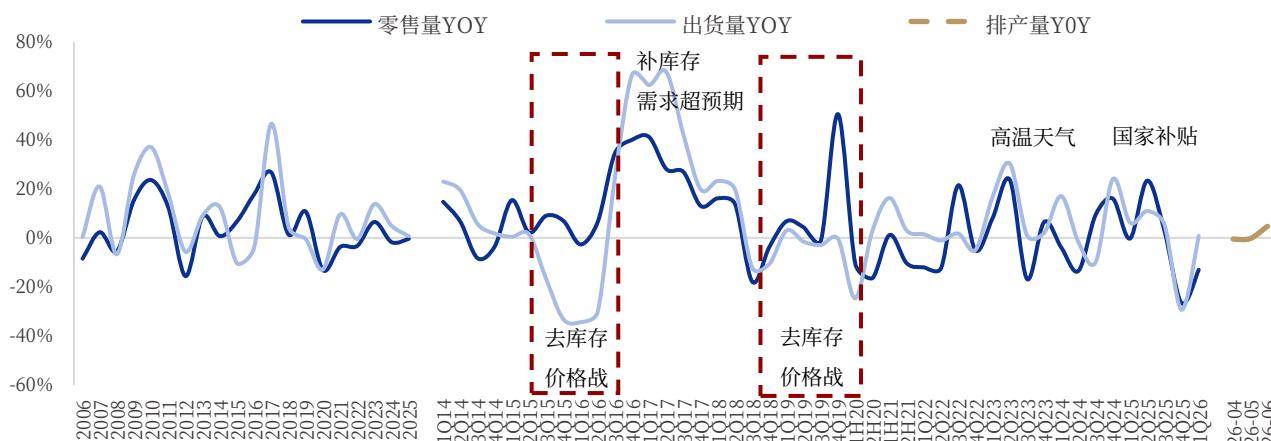
四、空调行业渠道去库存与数字化经验借鉴

（一）2015-2016 年，空调行业简单的价格战去库存

历史上我国空调行业长期依赖压库存模式，主要系空调行业消费季节性明显，物流服务体系不完善等，经销商在其中承担了库存蓄水池的作用。2015-2016 年行业去库存并非主动渠道创新，而是传统压货模式的反噬，其核心原因是 2009-2011 年在“家电下乡+以旧换新+节能惠民”政策刺激，叠加地产景气、高温天气的影响下，空调零售出现连续高增，期间仅出现过 2012 年短暂的补贴退坡影响，企业习惯按空调市场高增长惯性向渠道压货；但 2014-2015 年空调零售需求在持续“凉夏”和地产不景气的影响下走弱，而行业前期压货过度，导致出货端和零售端严重错配（中怡康数据，2014 年空调零售量同比+0.7%；产业在线数据，2014 年空调出货量+12.5%），渠道库存积压，因此行业被动采用价格战的方式去库存。

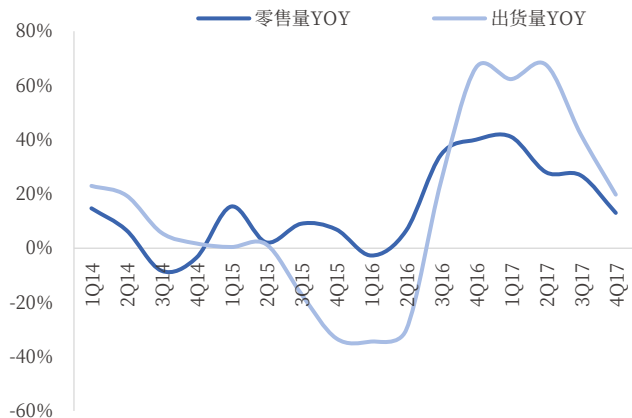
从公司层面来看，2015 年格力电器从压库存到去库存的波动更大，2015 年去库存期间，当年归母净利润同比-11.5%。这一轮去库存本质上是传统压货模式的大规模缺陷暴露，市场开始意识到向更高周转、更贴近终端动销模式升级的必要性。

图43：中国家用空调市场零售量与出货量周期



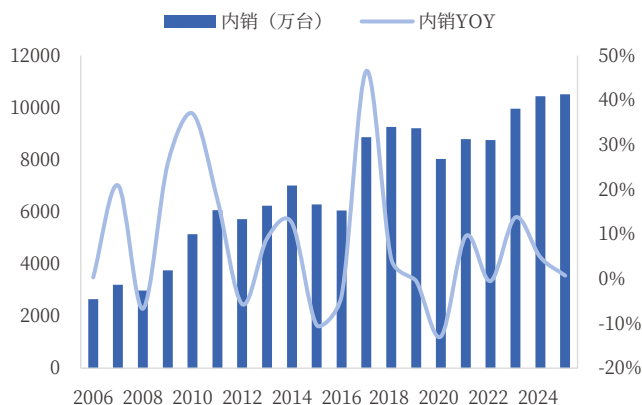
资料来源：AVC，中怡康，产业在线，中国银河证券研究院（注：排产量 YOY 指内销排产较去年同期内销出货实绩的变化）

图44：2014-2017 年中国家用空调零售量与出货量季度 YOY



资料来源：AVC，中怡康，产业在线，中国银河证券研究院

图45：2006-2025 年中国家用空调出货量及 YOY



资料来源：产业在线，中国银河证券研究院

（二）2019-2021 年，空调渠道扁平化改革下的去库存

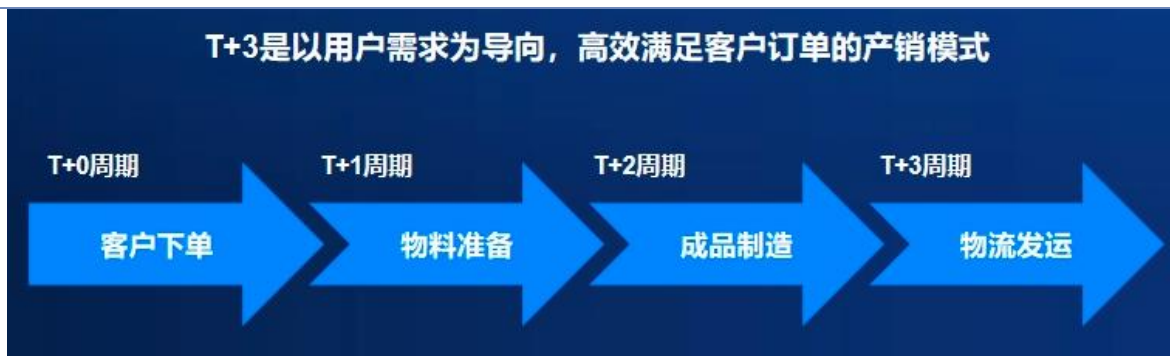
2018H2 起地产调控趋严，地产销售增速明显放缓，导致 2019 年空调新增需求收缩，叠加 2019 年“凉夏”影响，空调零售需求疲弱，并持续到 2020 年。AVC 数据，2019、2020 年空调线下零售额分别同比-9.2%、-31.5%；线上零售额分别同比+20.3%、-5.3%。

2019-2021 年渠道去库存不是简单的类似“2015-2016 空调渠道去库存”的周期，还叠加了企业之间对于渠道效率和终端响应能力的主动较量，是空调渠道扁平化的激烈转型。

2019 年美的率先完成渠道扁平化减少经销商层级，明显降低了渠道加价率；并通过“T+3”模式和“一盘货”智能物流等提升效率，获得了更低库存、更短链路和更快调价的优势。根据美的工业互联网 2.0 发布会相关数据，美的仓库数量从巅峰期 2244 个下降 94%至 2019 年的 138 个，仓库面积从改革前 552 万平下降 70%至 2019 年的 166 万平，厂商存货周转天数从改革前的 51 天下降 31%至 2019 年的 35 天，订单交付周期从改革前 45 天下降 56%至 2019 年的 20 天。

而格力仍依赖传统多级经销商压货模式，渠道加价率高，库存和价格的反应速度明显慢于美的。

图46：美的“T+3 客户订单制”产销模型



资料来源：美云智数 MideaCloud 公众号，中国银河证券研究院

图47：安得智联“一盘货”智能物流体系



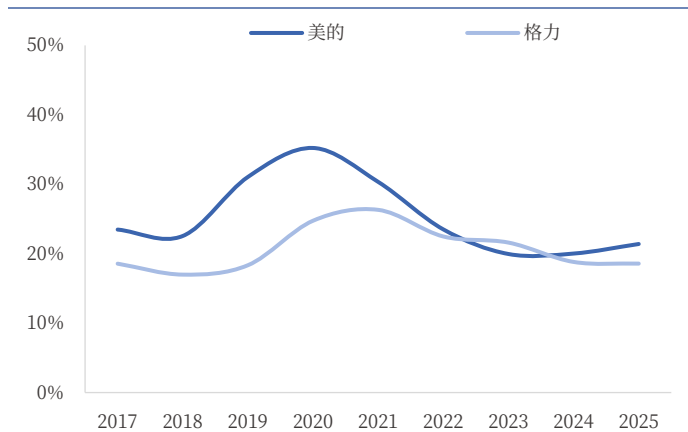
资料来源：美的工业互联网 2.0 发布会，物流沙龙公众号，中国银河证券研究院

2019H1，由于渠道扁平化减少了渠道加价率，美的将节约的成本让利给消费者，空调价格明显下调，拉大与格力的线上产品差价，导致市场份额快速提升。值得一提的是，2019 年美的集团空调营业利润率并没有下降，并非简单的价格战。AVC 数据，2019 年美的、格力品牌空调线上零售量份额分别为 31.1%、18.3%，美的高于格力 12.7pct，较 2018 年份额差拉大 7.1pct；2019 年美的、格力品牌空调线下零售量份额分别为 29.7%、31.9%，格力高于美的 2.2pct，但较 2018 年份额差缩小 6.2pct，此后 2020 年美的的线下零售量份额首次超越格力（美的、格力分别为 36.3%、31.3%）。

格力在份额持续下降的情况下，从 2019 年双十一开始大规模降价，开启了 2019-2021 年连续

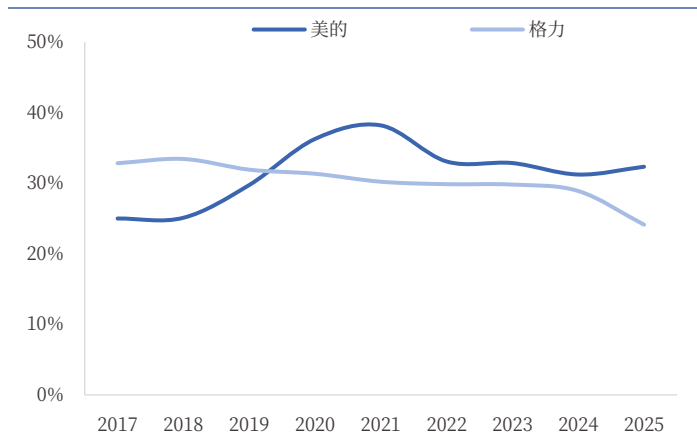
三年的空调价格战。由于格力渠道经销商库存较多，线上产品大幅降价导致线下库存减值，经销商遭受存货跌价损失。同时，格力层层分销的压货模式导致渠道加价率偏高，在 2020-2022 年期间格力逐步去掉中间层级的经销商，压缩经销商的毛利率，2022 年基本完成渠道扁平化；与此同时，扁平化后的格力渠道压库存的功能也明显减弱，实现了渠道去库存。

图48：2017-2025 年格力、美的品牌空调线上零售量份额



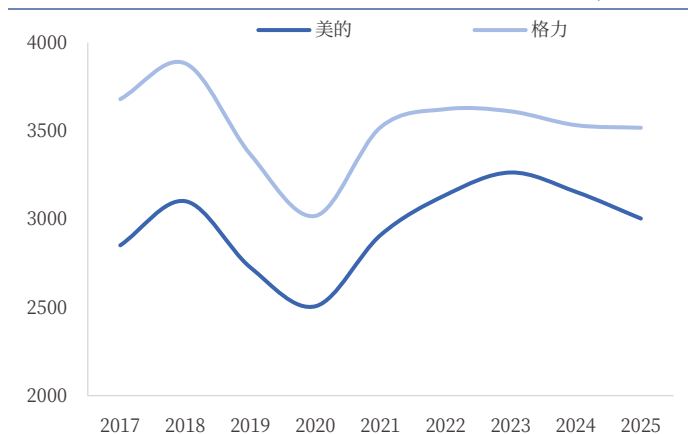
资料来源：AVC，中国银河证券研究院

图49：2017-2025 年格力、美的品牌空调线下零售量份额



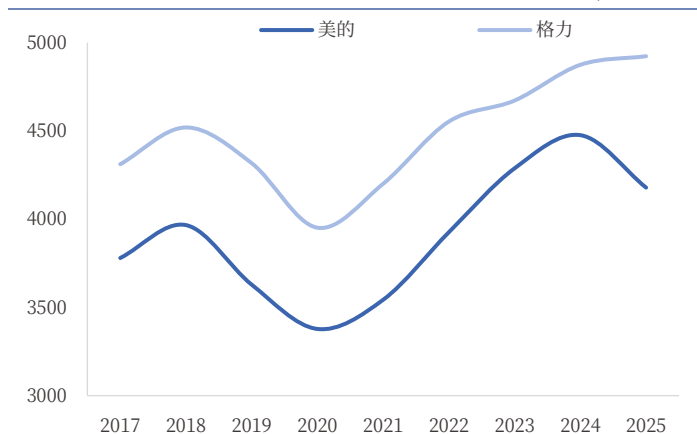
资料来源：AVC，中国银河证券研究院

图50：2017-2025 年美的、格力品牌空调线上零售均价（元/台）



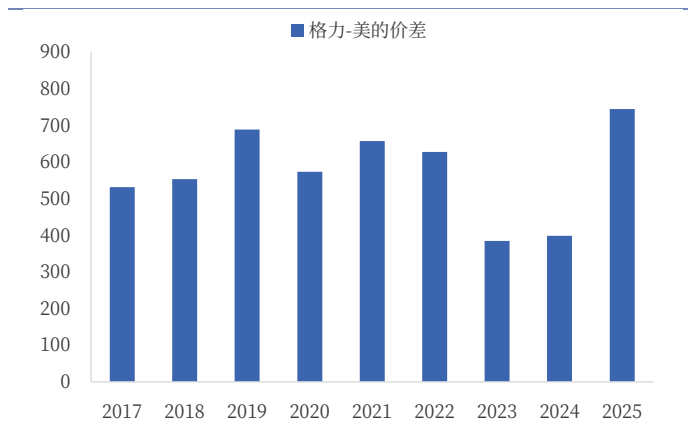
资料来源：AVC，中国银河证券研究院

图51：2017-2025 年美的、格力品牌空调线下零售均价（元/台）



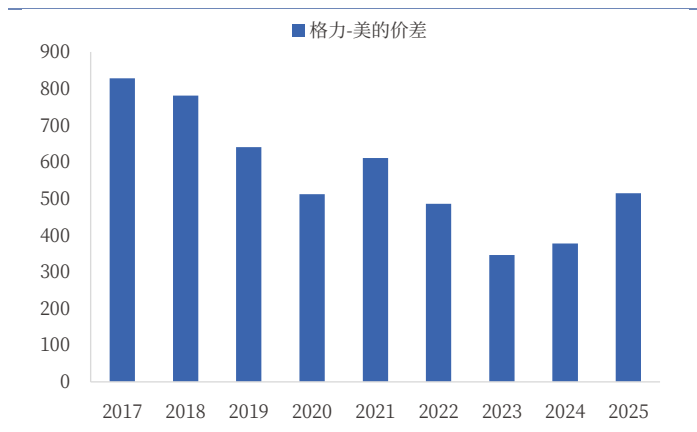
资料来源：AVC，中国银河证券研究院

图52：2017-2025 年美的、格力品牌空调线上零售价差（元/台）



资料来源：AVC，中国银河证券研究院

图53：2017-2025 年美的、格力品牌空调线下零售价差（元/台）



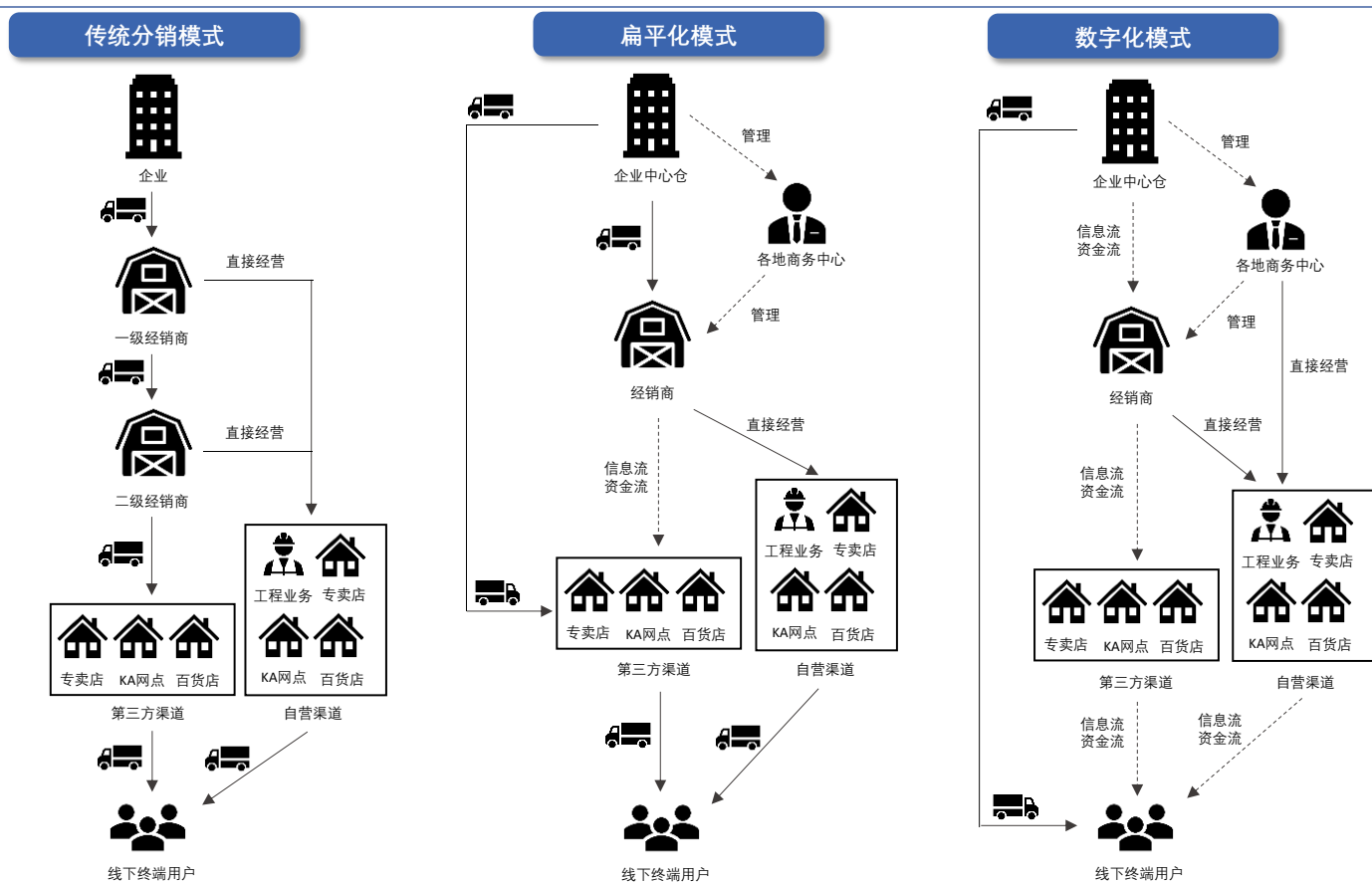
资料来源：AVC，中国银河证券研究院

（三）2025 年起，空调行业完成渠道完全数字化改革

2023 年起，空调渠道库存处于低位运行，零售端有所好转，数字化基础设施日益成熟，品牌方加速渠道数字化改革，2025 年，在国家以旧换新政策的助推下，专卖店等零售网点为更好地享受以旧换新政策，积极拥抱企业推出的渠道数字化改革，导致美的、海尔在 2025 年完成了渠道的完全数字化。专卖店为主的终端网点聚焦于终端零售，产品库存安放于企业中心仓，由企业根据线下订单进行送装服务。此外，渠道数字化与产业链数字化深度融合，实现全产业链数字化，包括在上游供应链（如灯塔工厂）、下游分销体系（如物流、CRM、DTC）、公司高管自媒体信息流等。

中心仓的推广，相比于渠道扁平化时代进一步减少空调物流，节约成本。终端销售网点只负责零售，大量减少物流、仓储、安装、售后功能，商品库存产权属于经销商，但存放于在工厂中心仓；发货、安装、售后都由工厂统一安排；产品信息、政策、资金等通过数字化传递。相比传统的经销商体系，终端销售网点资金周转率大幅提升，专注于销售，提升渠道效率。

图54：空调行业线下渠道改革：传统分销模式、扁平化模式、数字化模式（以美的集团为例）

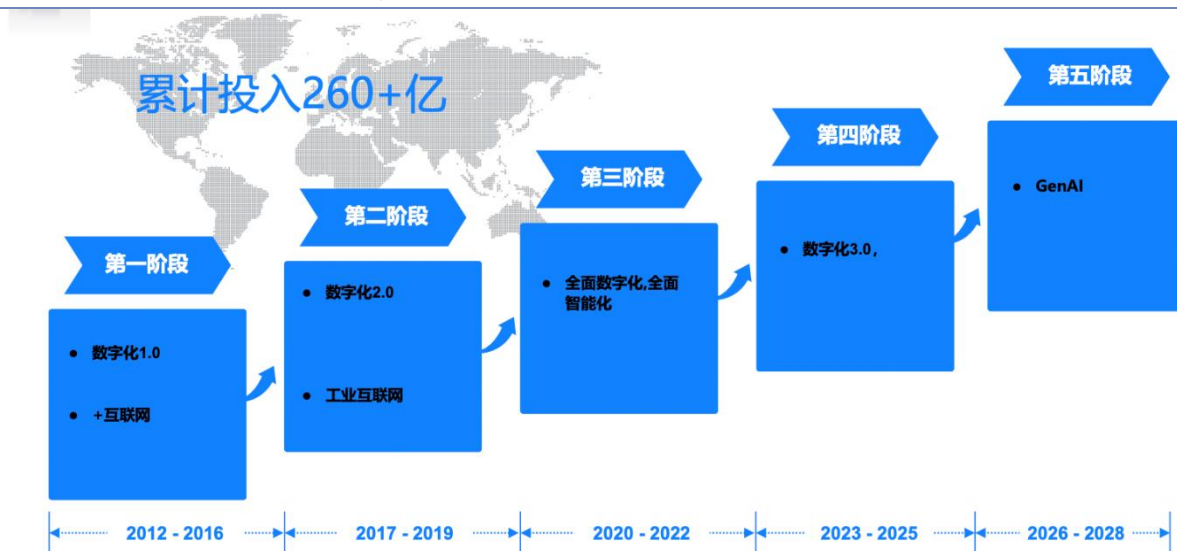


资料来源：中国银河证券研究院

从公司层面来看，1) 美的自 2013 年开始数字化发展，通过“632 工程”统一全集团经营管理体系，并于 2016 年开始主动推行 C2M 模式、工业互联网等，2020 年提出“全面数字化”与“全面智能化”战略，推动所有业务在线化、透明化，2023 年以来持续将国内成熟的数字化模式向海外业务推广。2025 年，美的国内市场全渠道库存周转效率改善 10% 以上，库存呆滞率降低 14%，中心仓库存周期平均缩短 13 天，通过“美云销 APP”直达零售商替代传统分销体系，打通线上线

系统，用户线上下单后 2 小时内即可在全国 5000 多家网点预约安装，同时利用 AIGC 升级提升客服智能化水平。2) 海尔在 2025 年底，日日顺物流直配用户配送单量达到 10 万台/天，全域 TC 配送单量占比提升至 57%，24 小时时效覆盖区县达 1944 个，送装一体率提升至 97%，持续完善线上线下一盘货体系，优化库存周转效率，订单预测准确率提升 2.6%。

图55：美的集团数字化转型历程历史持续时间长，投入规模大



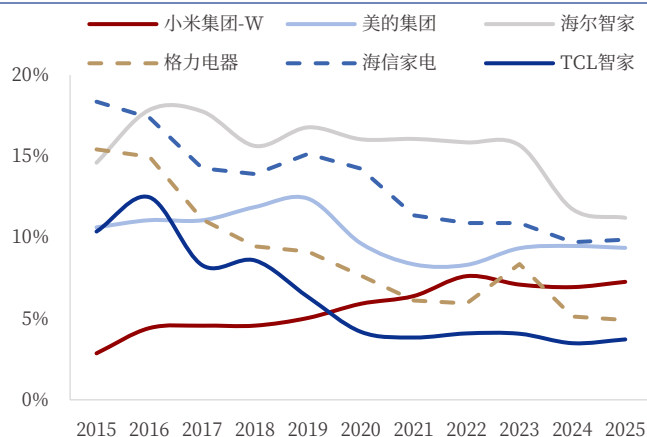
资料来源：美的集团官网，中国银河证券研究院

(四) 小米模式对家电的冲击

小米作为大家电行业的挑战者，在电商、DTC 等方面具备优势。从销售费用率的角度看，传统家电公司因平台投流、线下促销、终端陈列和经销商激励等原因，销售费用率多数在 10% 左右；而小米的销售费用率常年维持在 8% 以下，2020 年以来基本位于 6-7.5% 区间，明显低于传统家电公司，核心原因是小米自有流量池获客成本低，受益于雷军的企业家形象导流以及手机&AIoT 生态带来的米粉流量，因此不同于传统家电企业线上渠道对天猫、京东等第三方电商平台的依赖，小米的线上渠道中直营占比更高。

小米 IoT 业务在低流量成本的优势下，收入快速增长。小米的 IoT 与生活消费产品业务在 2024Q4-2025Q2 期间连续高增，期间雷军的企业家形象流量以及小米企业流程为 IoT 与生活消费产品带来大量低成本流量。2025 全年，IoT 与生活消费产品业务实现收入 1232 亿元，同比增长 18.3%，在 2025H2 国补退坡的影响下依然实现了较好增长，2015-2025 年 CAGR 达到 30.4%；2025 年该业务毛利率为 23.1%，同比+2.8pct。

图56：小米销售费用率较传统家电公司具备优势



资料来源：中国银河证券研究院

图57：2015-2025 年小米 IoT 与生活消费产品业务收入及 YOY

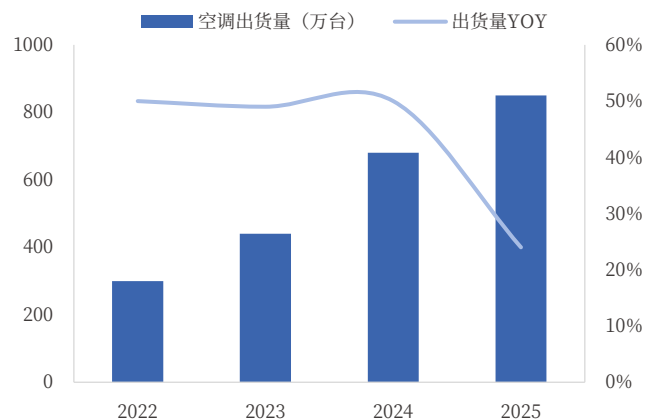


资料来源：小米集团公司公告，中国银河证券研究院

2025 年，小米智能大家电收入同比+ 23.1%，空调/冰箱/洗衣机出货量分别超 850/280/230 万台，分别同比增长超 24%/4%/18%。2025 年，小米空调市场份额明显提升，AVC 数据，2025 年小米空调线上零售额市场份额达 13.7%，同比+1.9pct。此外，小米武汉智能家电工厂一期已于 2025 年 10 月正式投产，空调年产能达 700 万套，未来还将大力发展家电海外业务。

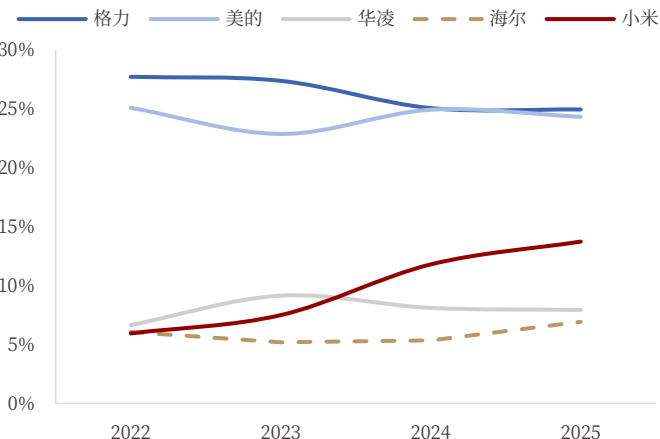
但小米自 2025Q4 开始，由于流量反噬，开始面临流量下降的挑战；此外在各类成本快速上涨的背景下，低毛利率的策略面临挑战，成本压力凸显。这也导致 2026 年，小米的 IoT 与生活消费产品业务更加注重盈利，而不是份额扩张。

图58：小米空调出货量及 YOY



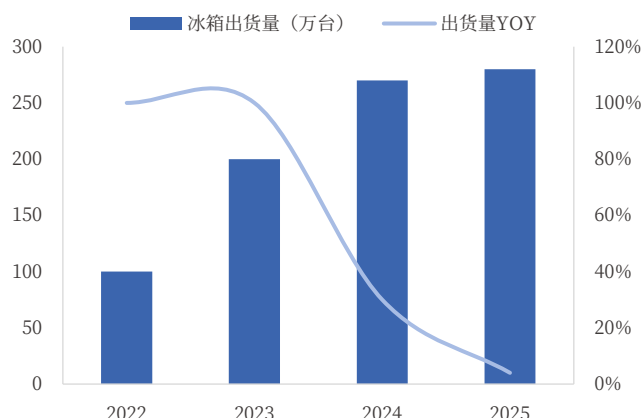
资料来源：小米集团公司公告，中国银河证券研究院

图59：我国空调线上零售额市场份额



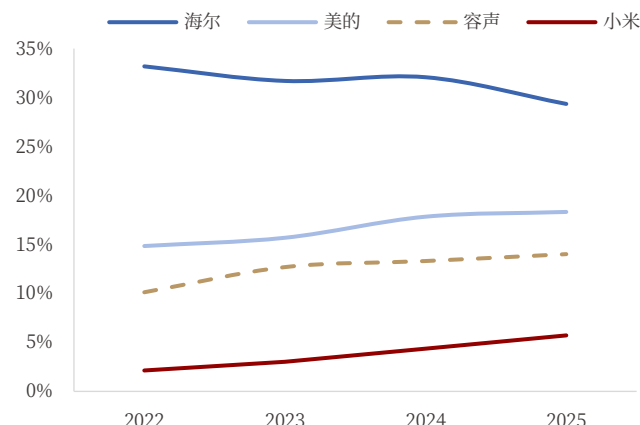
资料来源：AVC，中国银河证券研究院

图60：小米冰箱出货量及 YOY



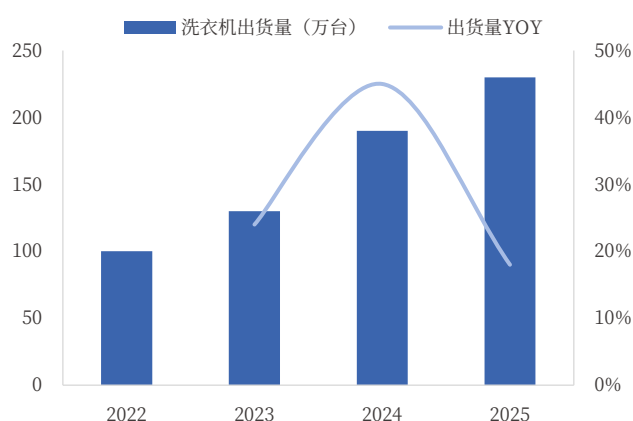
资料来源：小米集团公司公告，中国银河证券研究院

图61：我国冰箱线上零售额市场份额



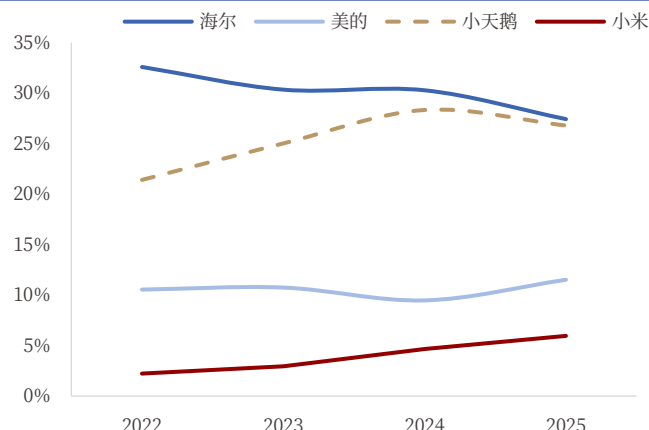
资料来源：AVC，中国银河证券研究院

图62：小米洗衣机出货量及 YOY



资料来源：小米集团公司公告，中国银河证券研究院

图63：我国洗衣机线上零售额市场份额



资料来源：AVC，中国银河证券研究院

小米擅长抓年轻人需求，但家电产业链沉淀不足。例如，小米在洗衣机分区洗方面率先挖掘年轻人需求，但是被海尔、美的跟进，以更好的产品收割市场。2024年10月，小米率先发布分区洗衣机产品，解决了消费者痛点，但小筒数量、容量、洗净比等方面表现较弱；2025年4月，海尔、美的旗下品牌在小米基础升级，发布双小筒产品，且小筒容量达到1kg，洗净比也更高，获得市场较好反馈；2025年9月，小米分区洗衣机产品升级，但小筒容量仍小于海尔、美的。

表10：分区洗衣机产品对比

指标	米家双区洗衣机	米家三区洗衣机 Pro	Leader 懒人三筒洗衣机	小天鹅双筒洗衣机
上架时间	2024年10月	2025年9月	2025年4月	2025年4月
售价（国补后）	2,487	3,659	3,999	1,999
产品形态	一体式	一体式	一体式	分体式
滚筒搭配	1大1小	1大2小	1大2小	2小
电机	2直驱	3直驱	3直驱	2直驱
小筒容量	0.25kg	0.4kg	1kg	1kg
小筒洗净比	1.178	1.75	1.71	1.506
大筒容量	10kg	10kg	10.5kg	

大筒洗净比	1.2	1.3	1.2	
上部外形尺寸	598*850*554 mm	598*850*555 mm	595*850*576 mm	595*455*484 mm
产品图				

资料来源：各公司官网，京东，天猫，中国银河证券研究院（注：产品售价为 2025 年 11 月 11 日京东自营店国补后价格）

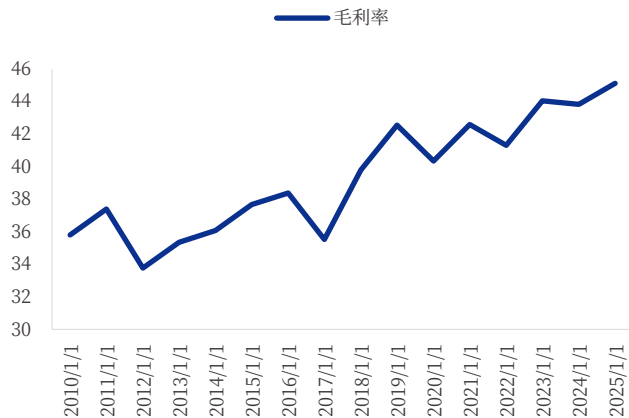
五、品牌服饰的快反模式借鉴

服装是典型的可选消费品，产品有弱标准化、潮流期短、过季大幅减值的属性。行业在过去发展中发生过数次库存积压风险，这一问题背后的根源还是单一的供应铺货模式导致。品牌方忽略了终端产品实际动销，采取传统订货会模式提前预判下年动销和产品流行趋势，制定出货目标，而终端一旦发生较大变化后续无调整能力。因此，供应链快反制度开始成为服装行业供应链革新的重要一环。此外，为顺应终端趋势，品牌方积极推进 DTC 和数字化，有效提升终端渠道掌控，不仅提升门店运营质量，提高产品动销，有效控制库存，也借助门店提高消费者体验，品牌影响力和知名度也逐步开始从终端渠道渗透消费者心智。

（一）品牌服饰经历数次库存积压导致去库存压力

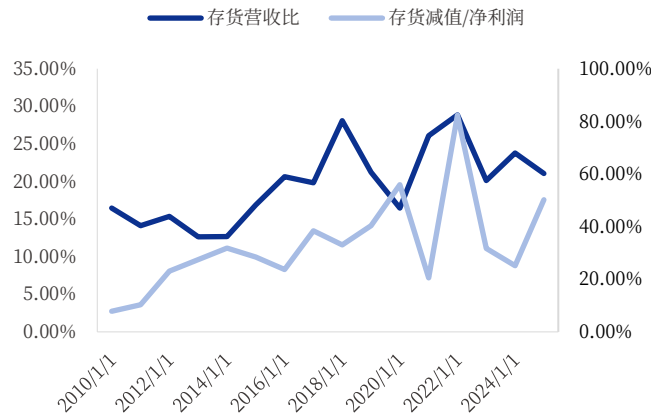
2012 年起，休闲服饰行业整体进入去库存周期。快时尚品牌进入、电商兴起、线下街边加盟体系被冲击，传统休闲服企业普遍面临供给过剩、终端动销转弱、渠道库存积压问题。在这一阶段以森马服饰为例，公司在 2011 年上市后开启全国性门店扩张计划，加盟店占比高达 92.8%，但随着终端消费需求走弱，渠道库存高企，加盟商提货意愿下降，2012 年实现营收 70.37 亿元，同比下降 9.33%；归母净利润 7.56 亿元，同比下降 38.24%，利润降幅显著大于收入降幅，存货减值计提规模同比上升 40%，占净利润的比例也从 10.33% 抬升至 23.10%。2012-2015 年森马品牌门店从 4420 家降至 3477 家，减少 943 家，公司对低效渠道进行持续清理，同期成立森马电子商务公司清理库存，这使得毛利率在 2012 年同比下降 3.6pct，随后库存问题有所缓解，但从 2016 年起重新开启。

图64：森马服饰 2011-2025 年毛利率（%）



资料来源：IfinD，中国银河证券研究院

图65：森马服饰 2011-2025 年存货营收比及存货减值/净利润



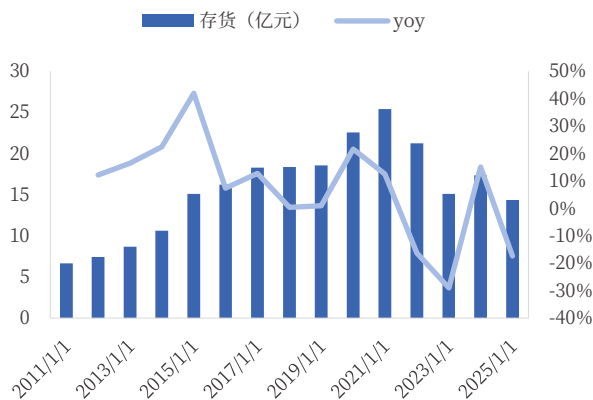
资料来源：IfinD，中国银河证券研究院

不同于早年行业需求疲软引发的库存危机，森马服饰在 2016 年由于内部渠道结构转型带来新一轮库存问题。2016 年，森马服饰存货余额同比增加 14.7%，存货周转天数达到 104 天，较 2015 年 80 天增加 24 天，但与 2012 年因行业整体需求疲软和外部冲击导致的库存高企问题相比，此次库存问题主要源于公司电商、直营比例上升，过季产品去库周期拉长，为缓解渠道库存积压问题而采取增大加盟商退货比例等所致。为化解这一内部积压，2017 年开始公司积极消化存货，通过加大产品打折促销力度加速出清，这不仅使得公司当年毛利率同比下降 2.85 个百分点至 35.5%，同时伴随存货规模上升而带来相应计提资产减值损失增加。

太平鸟自 2015 年起出现较为明显的库存压力，核心源于前期扩张阶段备货偏乐观，而终端消费疲软、加盟渠道提货未达预期。2015 年太平鸟库存规模同比增长 41.96% 至 15.09 亿元，过季 1

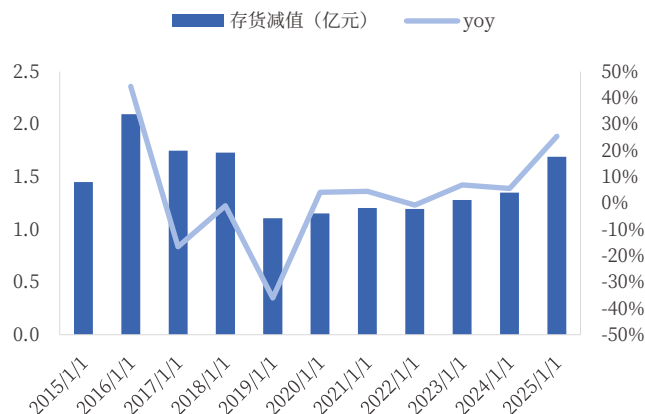
年以上库存占比从 18.59% 上升至 28.60%；公司于 2016 年起大幅提高存货减值计提金额，当期计提存货跌价损失 2.09 亿元，占当年净利润的 49.7%；2017 年上市后公司加速去库存进程，一方面继续进行存货减值计提，另一方面通过电商、奥特莱斯等渠道加大过季商品折扣力度，推行 TOC/快反制度优化供应链，全年综合毛利率从 54.95% 下降 2 个百分点至 52.95%，但存货周转天数从 198 天降至 185 天，业绩实现企稳回升，归母净利润同比增长 6.72%。

图66：太平鸟 2011-2025 年存货及 yoy



资料来源：IfinD，中国银河证券研究院

图67：太平鸟 2015-2025 年存货减值及 yoy



资料来源：IfinD，中国银河证券研究院

在当前纺服行业需求波动加大、爆款驱动增强、折扣与库存管理重要性上升的背景下，服装企业渠道发展的主线可归纳为三条：一是快返制度提升商品反应速度并降低库存风险，二是渠道扁平化强化品牌对终端和价格体系的掌控，三是渠道数智化将“人、货、场”连接为一个实时决策系统。其底层目的都是提升订货准确率、产品售罄率、折扣和库销比管理能力。这一系列变革标志着服装行业从“以产定销”的计划经济模式向“以需定产”的敏捷模式转型，旨在通过全链路的周转加速，在存量博弈时代博取更高质量的盈利增量。

（二）快反制度：传统铺货到“以需定产”的供应链革新

快反模式是对传统服装企业“以产定销”逻辑的重塑，其实质是通过“首单+补单”的模式降低需求端的不确定性风险。传统服饰企业的核心痛点在于通常具有长达半年及以上的开发周期，这导致了企业会更重视首单，从市场端收到的反馈相对滞后，如果出现一些爆款需要补货则会相对缓慢，而一些不受市场欢迎的款式最终会成为积压的库存。相较于传统的期货模式，快反模式构建起“小批量首单测试+销售数据实时反馈+高频滚动追单”的闭环修正系统。在此模式下，企业不再试图盲目前瞻整个季度的市场表现，而是在实际销售进程中动态优化商品结构。通过缩短期货比例，提升现货比例的方式降低市场需求段带来的不确定性风险，并根据市场反馈及时调整产品企划，紧跟市场时尚前沿，增强品牌的用户黏性。

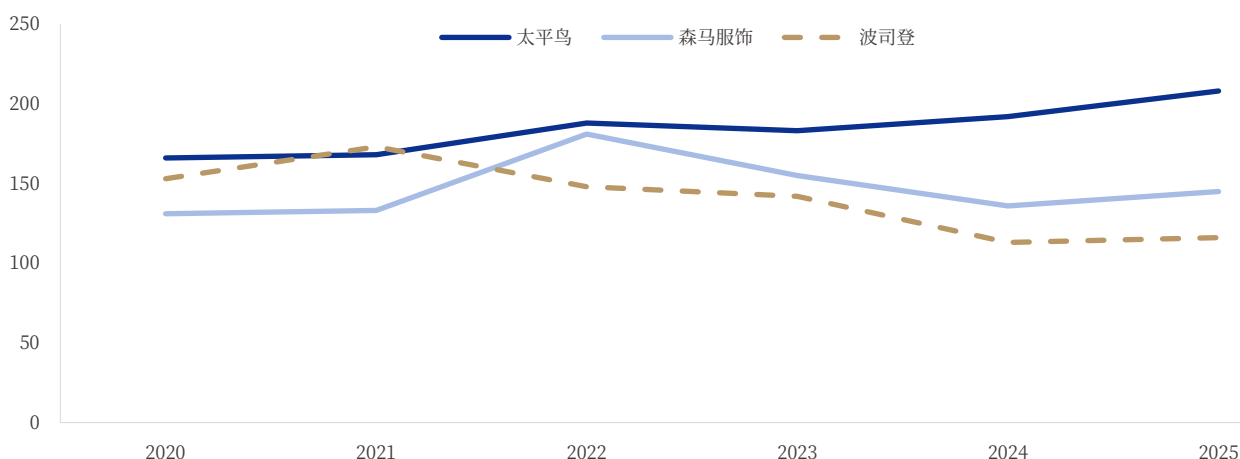
表11：部分品牌服饰“快反”机制设立情况

公司	快反机制表述
太平鸟	明确提出“柔性快反 高效生产”的理念，依托 SCM 系统实现生产供应全流程可视化管理，并让战略供应商深度参与开发、打样和追单等关键环节，实现从需求到生产的高效响应
森马服饰	采取“长周期商品开发和快反商品模式相结合”的策略，以捕捉市场流行趋势资讯，从而满足消费者快速变化的时尚服饰文化需求
波司登	将“优质柔性快反的能力”视为在行业中持续胜出及高效健康发展的核心竞争力，实施“小单快反”的拉式补货机制，确立了“好卖的产品不缺货，不好卖的产品不生产”的优质快反运营方针

资料来源：太平鸟、森马服饰、波司登公司公告，中国银河证券研究院

“快反”模式能够优化库存结构，降低库存积压风险。快反模式打破了传统服装行业一次性大量订货的弊端，通过市场真实反馈动态调整生产订单，有效防止了滞销款的库存积压。根据波司登2025/26 财年中报，公司期/现货商品运营模式将首期订单控制在 40%以内，剩余订单则根据市场终端销售数据和趋势预测，在销售旺季进行滚动下单。这种灵活的拉式补货机制直接使波司登库存周转天数持续优化，2022/23/24/25 财年库存周转天数分别为 148/142/113/116 天，优化趋势明显。太平鸟也依托大数据精准预测和柔性生产，确保了库存周转的灵活性，森马服饰的库存周转天数整体也呈现改善趋势。“快反”模式的实施有效提升了公司的运营效率，降低了库存积压的风险。

图68：部分品牌服饰库存周转天数变化（天）



资料来源：IfinD，中国银河证券研究院

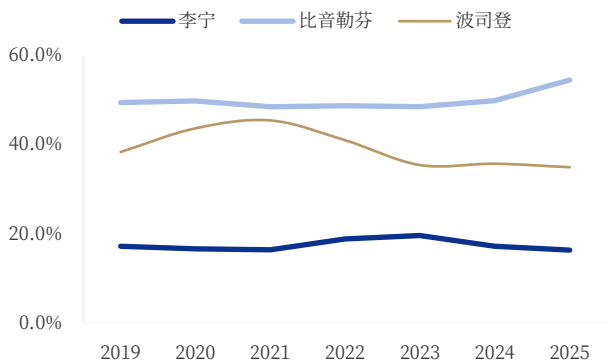
最大化畅销款的销售转化，避免断货损失。快反制度能够实时监控前端销售数据，对热销商品进行迅速追单补货，从而延长销售热潮，实现单品利润最大化。波司登在实 Top 款（畅销款）补货可得率达 99%的基础上，进一步将异常黑马款的补货可得率设定为新的高挑战目标，确保好卖的款式“少缺货、不缺货”，最大化助力销售增长。李宁同样借助柔性供应链的敏捷响应，成功实现了畅销款的快速补货，延续了产品的销售热潮。太平鸟将“强化爆款、追单的快速响应和灵活快反能力”作为供应链升级的核心战略，公司通过让战略供应商深度参与开发、打样和追单等关键环节，实现了从需求到生产的高效响应，完成了供应商体系的深度整合，将追单周期大幅压缩至 30 天以内，极大提升了爆款的交付速度。

（三）渠道扁平化：强化终端掌控，数字赋能管理

除了传统加盟模式的运营模式的创新，当下品牌实施渠道扁平化发展也在积极推进。DTC 模式使得公司对终端掌控更为精准，在当下重视消费者体验的消费大环境中，DTC 模式可以有效为消费者提供更为精准的服务和产品供给。同时，也可借助 DTC 渠道提升品牌知名度和影响力。

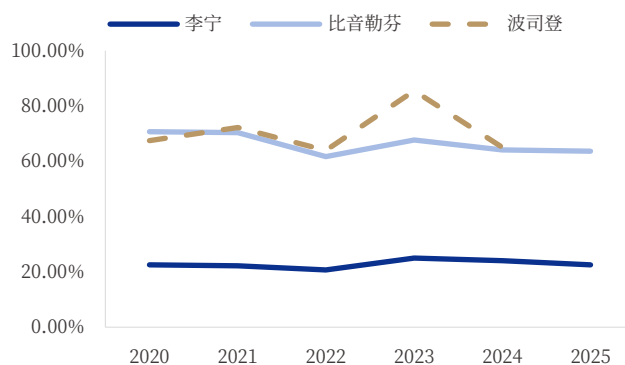
渠道扁平化不仅是销售链路的缩短，更是企业盈利模型和运营体系的全面重构。在当前国内服装行业竞争加剧、消费需求快速迭代的背景下，传统的多层级批发分销模式正面临改变。以直营化、DTC（Direct-To-Consumer，直面消费者）和线上线下全渠道融合为代表的“渠道扁平化”转型，已成为头部服装企业实现高质量增长的核心战略。在过去批发导向的门店高速扩张的时代，品牌方高度依赖经销商进行下沉和资金回笼，但付出的代价是让渡一定的零售利润空间，并难以对消费者进行直接的市场洞察。随着纺服行业进入存量博弈阶段，“渠道扁平化”趋势逐渐显现，品牌商主动回收代理权，建立直营旗舰店以及强化自营电商体系。

图69：各品牌服饰 2019-2025 年直营门店数量占比变化



资料来源：李宁、比音勒芬、波司登公司公告，中国银河证券研究院

图70：各品牌服饰 2020-2025 年直营收入占比变化

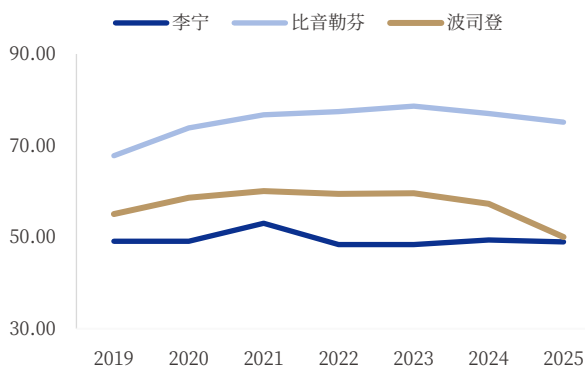


资料来源：李宁、比音勒芬、波司登公司公告，中国银河证券研究院

强化对销售终端的掌控权，敏锐捕捉消费者需求。传统层层分销的模式往往导致信息滞后和失真，而扁平化的渠道使品牌能够直接倾听市场声音，快速反哺产品企划与供应链。安踏集团在年报中明确指出，其采用以 DTC 为核心的混合分销模式，在安踏 DTC 模式下的直营业务以及 FILA 等品牌的直营零售中，通过直接运营零售门店，能够更敏锐地捕捉消费者需求变化。通过扁平化渠道，门店的真实销售数据、会员画像和试穿反馈能更快地传导至总部。掌握终端数据后，公司能够推行基于店铺类型的单店订货与组货管理，确保进店货品与该商圈的消费客群高度匹配，大幅提升新品售罄率并从源头降低库存风险。这种掌控力使得品牌能够从消费者视角出发，提供一致且优质的零售体验。

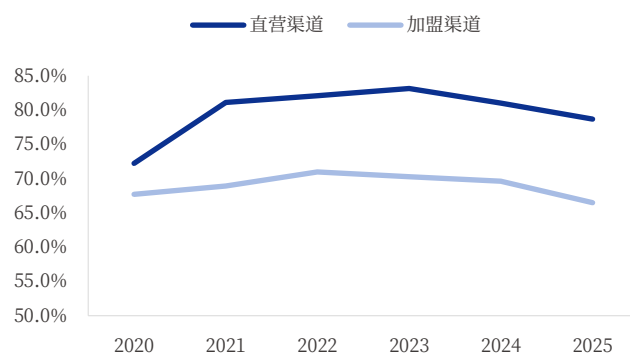
提升毛利率，增厚企业利润空间。渠道扁平化去除了中间商赚差价的环节，品牌方将原本让渡给加盟商或经销商的利润收归己有，从而在财务报表上表现为毛利率的提升，并能够解决传统模式下“价格乱象”和“清仓滞后”的痛点，确保品牌价值不因渠道乱价而受损。根据各品牌服饰毛利率数据，直营渠道毛利率通常高于加盟渠道，随着直营渠道占比的提升，企业综合毛利率也能随之有效上升。以比音勒芬为例，公司直营渠道的高占比直接支撑其毛利率显著高于男装同行，公司整体毛利率从 2019 年的 67.8%持续提升至 2025 年的 75.1%，直营渠道毛利率在 80%左右。高直营模式下，品牌力、价格体系和终端执行形成了正反馈。

图71：各品牌服饰 2019-2025 年综合毛利率变化



资料来源：IfinD，中国银河证券研究院

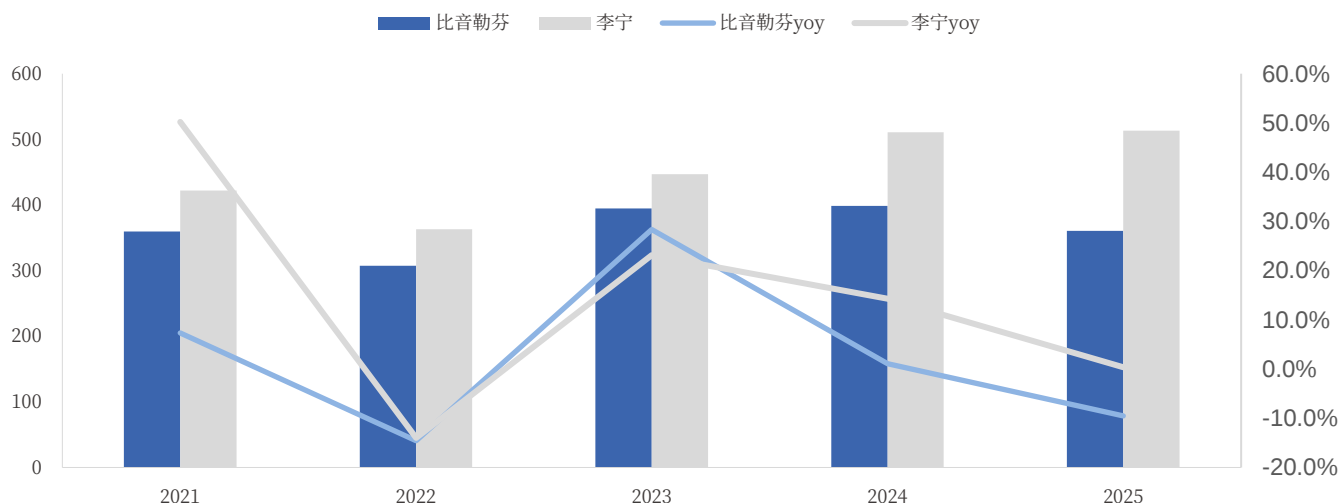
图72：比音勒芬直营渠道和加盟渠道毛利率变化



资料来源：比音勒芬公司公告，中国银河证券研究院

提升店效，增强单店盈利与运营能力。在扁平化的渠道体系下，公司总部资源能够直达单店，通过精简店态、升级形象，打造高盈利、高效率且可复制的单店经营模型。安踏 DESCENTE 坚持“强而精”的开店策略，聚焦城市核心地标开设旗舰店或场景店，通过相对少量但店效突出的门店，成功建立了“高店效运营模型”，助力该单一品牌在 2025 年流水突破 100 亿。李宁在零售运营方面同样致力于构建高盈利、高效率且可复制的单店经营模式，通过优化门店货品组合及购物体验，升级门店形象等为消费者提供高质量的产品体验、购物体验 and 运动体验，实现销售与利润的稳步增长。在直营和高效单店体系下，公司能够针对各层级店型构建标准的单店损益模型，将店铺的核心指标标准化、量化，并与总部各职能部门的管理目标直接联动，从而增强单店的盈利能力。

图73：部分品牌服饰直营门店店效（百万/年）及 yoy 变化



资料来源：太平鸟、森马服饰、波司登公司公告，中国银河证券研究院

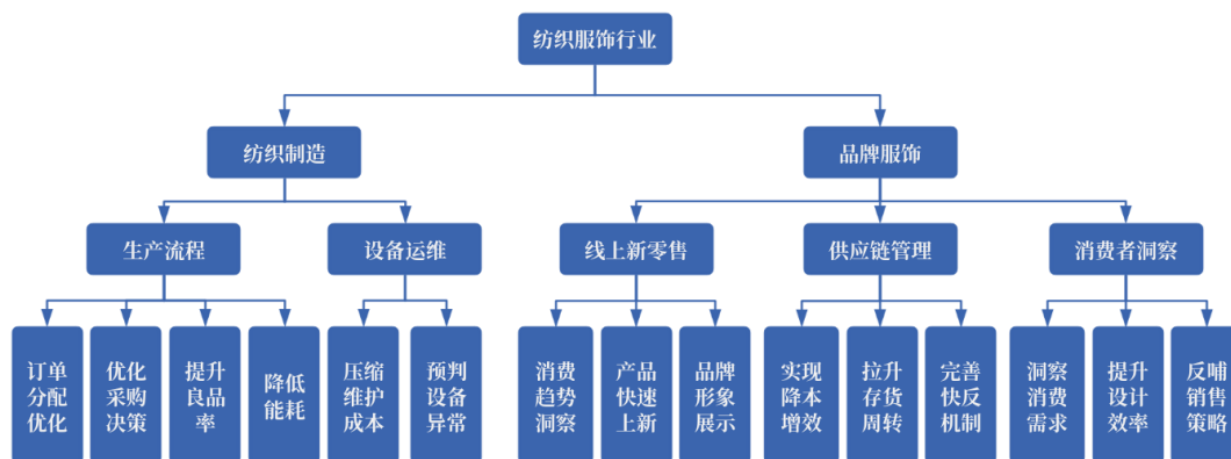
提升商品流转速度，实现“直配到店”与高效库存周转。渠道扁平化让公司的物流体系能够越过中间商，直接触达终端。李宁通过推动区域中心仓模式转型，不断提升向门店直接配发货品的比例（直配到店），大幅缩短了商品从工厂到门店的在途时间。此外，扁平化的渠道有助于公司打破各级渠道的库存壁垒，实现线上线下一体化（O2O）的库存共享与动态调拨。

（四）渠道数智化：构建“人、货、场”全链路体系

在服装行业存量竞争时代，渠道数智化已由早期的工具替代发展为商业运营模式的革新。通过构建覆盖“人（会员画像与精准触达）、货（全域一盘货与智能补货）、场（数字化门店与私域流量）”的全链路体系，服装品牌企业正在打破传统层级分销的信息孤岛，将离消费者最近的终端市场反馈实时转化为供应链的生产指令，物流系统的高效运转和对消费者的精准营销，从而实现从经验预测向数据驱动的跨越。

数智化深入渗透，行业高质量增长。随着 AI 应用愈发广泛，纺织服装作为消费端与生产端数据互动活跃领域，近年已开始数字化、智能化布局。上游制造端通过智能化生产降本增效，龙头企业引入 SAP、QMS 质量管理等数字化系统，实现生产全流程数据化管理。搭建智能化设备与数据平台，小批量、个性化订单快速响应，满足下游定制化需求，精准预测、优化排产计划，减少库存积压。下游品牌端通过数据驱动匹配各方需求，应用智能零售系统捕捉消费者行为数据，反哺产品研发与营销策略。数智化推动行业从粗放式增长转向精细化运营，全产业链协同推动行业向高质量、可持续方向发展。

图74：纺织服装行业数字信息化应用



资料来源：根据各公司公告整理，中国银河证券研究院

AI 在供应链管理中应用，指导生产规划和库存管理，优化库存周转能力。在当前消费需求多变、经济不确定、零售消费整体承压情况下，库存管理是品牌服企进行运营管控、成本控制、资金周转的重要手段。AI 技术的运用可助力品牌服企提升需求预测精度，增强供应链效率，并且赋能物流、仓储管理等流程，能够提升企业供应链透明度，实现快速响应需求，最大化生产效率。例如，红蜻蜓通过旗下 APP 内置 AI 算法抓取消费趋势和爆款商品，同时基于所得数据重构供应链，建立库存共享的红蜻蜓“云仓”，解决鞋服行业线上渗透率持续提高带来的高库存与高脱销并存的痛点，提升存货周转效率和资金利用率。AI 技术的渗透有助于提升企业供应链柔性，增强竞争优势。

表12：品牌服企供应链管理 AI 应用布局

企业	布局	效果
红蜻蜓	AI 算法 红蜻蜓“云仓”	利用旗下内置的 AI 算法把握流行趋势、精准抓取爆品、精准预测动销库存，重构公司供应链全链路，并建立库存共享的红蜻蜓“云仓”，使重构后的供应链适应新时代鞋服行业个性化强、需求变

		化快、各档次需求和差异化产品匹配要求高的特征，解决鞋服行业线上渗透率持续提高带来的高库存与高脱销并存的痛点。
水星家纺	DRP 平台 ERP 系统	公司借助于 DRP 平台推广深度加大和 ERP 系统的融合，整合上游供应链体系，逐步实现供应链的透明化、自动化和智能化，优化库存水平，及时满足市场需求，同时降低库存成本，提升供应链快反能力。
锦泓集团	推拉式-柔性供应链平台	公司大数据中心持续加强数据中台建设，在初步建立综合信息管理体系的基础上，根据各品牌多方面运营管理需求，持续优化流程，并通过 SAP、云仓、WMS 智能仓储等管理系统的迭代优化，提升科学管控和精细化管理的水平，降低运营成本。
海澜之家	海澜云服智能工厂	依托 5G、大数据、物联网、人工智能等新一代信息技术，引入自动化、信息化、智能化技术，生产效率、产品质量大幅提升，建成具有行业示范意义的供应链智慧服务平台，打破了信息孤岛，实现上下游协同联动，并在行业内率先完成基于 5G 的服装个性化定制与团体定制大批量精准裁剪系统建设，让个性化定制需求得到精准匹配。
太平鸟	SCM 供应商管理系统 柔性生产供应模式	引入人工智能预估货品需求，持续精进柔性生产供应体系；有序推进商品设计研发和供应链联动的快反机制，拉升货品存货周转，提升经营效率。
戎美股份	智能原料管理系统 供应商结算管理系统	公司上线商品上新编排系统、供应商结算管理系统、智能原料管理系统、智能售后系统等，基本构建覆盖全业务流程的信息管理体系，形成了公司高频上新与小单快反业务特性的信息基础架构。
波司登	大商品价值链闭环体系	从协同供应向主动供应、数智供应转型，再次升级迭代大商品价值链闭环体系与数智建设，将供应链弹性极致化，打造难以复制的核心竞争力。
李宁	智慧物流中心	物流管理平台效率持续提升，进一步加速货品流转速度，同时，物流信息化平台赋能经销商，提高门店配货效率，提升服务质量。

资料来源：海澜之家、太平鸟等公司公告，中国银河证券研究院

数智化重塑全渠道柔性协同与交付能力。数字基础设施是渠道转型的基础，通过建设数据中台、SCM（供应链管理）系统以及引入自动化物流设备，企业能够打通需求端与制造端的数据壁垒，实现订单的极速流转与全渠道库存共享。这种底层数字基础设施的完善，不仅打破了各级渠道的物理与数据壁垒，更推动了供应链由传统的“被动生产”向“主动柔性生产”跨越。企业得以依托前端消费数据的精准捕捉，实现畅销品的滚动快速补货与全链路库存的高效周转，将后端强大的物流交付与协同能力，成功转化为前端零售市场的核心竞争壁垒。

表13：部分品牌服饰企业数字化基础设施投入内容

公司	数字基建投入
太平鸟	太平鸟近三年累计投入 1.8 亿元用于数字化建设，落地了 50 多个数字化项目，成功搭建起“前台灵活、中台强大、后台稳健”的数字化组织框架。其 PLM（产品生命周期管理）系统与 SCM 系统实现了从趋势捕捉、精准开发到快速生产的全流程可视化管理，将追单周期大幅压缩至 30 天内。
李宁	李宁在仓储物流的数字化上做到了 SKU 级别的精细化管理。在其华东和华北仓，率先全面部署了 RFID 仓储全流程管理技术，不仅实现了物流全环节的数据可追溯，更大幅提高了全渠道订单处理的精准度与库存周转的灵活性。
波司登	依托一体化库存管理平台，对全国直营大仓及经销商小仓进行统一动态管理，结合智能配送中心和自动化设备，极大缩短作业时间，提升了全渠道的库存周转能力。
森马服饰	公司持续加大数字化基础设施投入，进一步完善‘全渠道数字化中台’建设。通过该中台，公司成功打通了线上、线下及成人装与童装业务之间的库存壁垒，实现了‘全域一盘货’的管理目标，为 O2O 业务的规模化爆发奠定了坚实的技术基础。

资料来源：太平鸟、波司登等公司公告，中国银河证券研究院

构建多元化营销策略，巧借 AI 为营销赋能。随着电商渠道销售比重增加，各品牌正加快布局线上营销赛道，不断优化线上营销策略。更多品牌在电商平台的营销环节中引入 AI 技术，加强与消

消费者的紧密连接，提升品牌辐射效应。例如安踏在海外多平台大规模运用 AI 数字人构建不间断直播，2025 全年直播时长超过 10 万小时，贡献 GMV 超过人民币 3 亿元。同时，安踏利用 AI 技术分析私域会员消费数据，替代传统人工筛选进行精准营销推送，使该类项目的销售转化率大幅提升了 20%，带动新增 GMV 近人民币 5 亿元。比音勒芬（全面拥抱 AI 营销）：由总经理亲自牵头“全面拥抱 AI”项目组，在营销推广端广泛应用数字人直播、一键生成 AI 视频投放以及 GEO 全链路营销等工具。公司内部还相继发布了智能运营助手、AI 数据看板等工具，大幅提升了引流与决策效率。

图75：安踏体育直播间数字人直播



资料来源：安踏体育京东自营店，中国银河证券研究院

图76：特步直播间数字人直播



资料来源：特步京东自营店，中国银河证券研究院

品牌服饰龙头依据自身产品和品牌定位特点利用 AI 技术开创营销新局面。大众服饰类品牌服企在线上新零售重点发展方向除传统售卖外，借助数智手段加码社交平台、直播电商和内容电商投入，打造新流量增长点。体育服饰企业主要围绕会员经营管理，消费者互动方面进行布局，例如三夫户外将人工智能与 UWB（超宽带）技术相融合，构建 AI 智慧营地，针对青少年设计综合素质教育的大模型，以消费者喜闻乐见的方式提升销售转化率。中高端品牌服饰利用 AI 技术赋能会员精细化管理，为会员提供微信小程序、线上引流等方式持续向会员输出品牌和产品，精准响应消费者需求。

表14：龙头服企营销中人工智能应用情况

类别	企业	工具	效果
大众服饰	森马服饰	数字化门店	建立可视化数字直播中心与数字化门店模型，通过直播、视频号等手段提升店铺效率，精准触达目标消费者。
	海澜之家	物联网系统	依托 5G-A 无源物联网系统，帮助零售门店完成智能定位、展览规划、兴趣分析等，实现智能化运营。
体育服饰	安踏体育	人工智能数字人	使用人工智能数字人进行线上直播，与观众及时互动，提升消费者体验与转化率。
	特步国际	人工智能机器人	通过数字化的视觉营销，推动客流量及连带率的增长，同时注重与消费者的数字化互动，在联系和接触年轻受众方面取得一定成效。
	361 度	智慧零售系统	通过会员精细化运营管理，收集用户数据反哺营销策略，启动会员群体效能、增强消费粘性。
	三夫户外	AI 智慧营地	融合 AI 与 UWB 技术，设计青少年综合素质教育模型，全域分析营销数据，优化购买成效。

中高端服饰	太平鸟	人工智能算法	以市场趋势、消费者洞察、销售数据为指引，通过数据支持商品在店铺快速、高效流通，赋能营销效率。
	比音勒芬	数字营销网络	通过积极布局数字化线上赛道，与电商平台深度合作，将线下优质 VIP 客户通过直播平台进行线上引流，为客户提供更多消费体验。
	锦泓集团	会员数据平台	构建多品牌统一会员平台，进一步有效管理会员资产。通过建立品牌间全域会员、导购助手与集团商城小程序的矩阵，强化全链路数智管理，提升私域运营能力。

资料来源：森马服饰等公司公告，纺织网，中国银河证券研究院

赋能终端渠道打造“一店一策”的智能精细化运营模型。数字化赋予了线下实体门店“智慧大脑”。企业通过数据系统实时监控门店销售表现、库存状态与消费者画像，从而输出量化的改进目标，改变了过去高度依赖店长个人经验的传统管理模式。波司登成功开发并运用的智能零售运营平台，全面实现数据驱动单店经营。该平台能够每周自动生成门店诊断分析报告，并同步输出针对性改善策略、落地行动方案及量化改进目标，形成了闭环检核运营机制，极大赋能了线下门店的运营效率。“一店一策”的核心在于货品的精准投放。不同商圈、不同面积、不同客群的门店，其畅销品存在不同，数字化让商品流转从“人工分配”升级为“算法匹配”。

深入洞察消费者需求，挖掘客户消费潜力。随着商品品类不断丰富，消费者需求趋向精准化和个性化。加之当前服饰时尚信息泛滥，消费者需求易受潮流趋势影响而波动。企业需要利用 AI 技术更精准地捕捉与预测消费者需求的变化。波司登深度运用人工智能技术整合全渠道数据，构建用户行为与商品需求的智能匹配模型，以用户视角优化用户体验，引领业务持续创新。361 度借助智慧零售系统及时捕捉消费者数据，深入洞察消费者偏好。特步国际利用 AI 工具精准捕捉用户需求，设计出更适合中国儿童脚型的“A+ 健康成长鞋”。AI 技术的应用，帮助企业有效响应消费者的需求变化，实现更精准的市场定位和用户体验的提升。

表15：企业运用大数据把握消费需求

企业	工具	效果
波司登	智能匹配模型	构建用户行为与商品需求的智能匹配模型，借助人工智能技术实现多触点精准触达用户需求、智能化用户洞察分析以及差异化体验互动的闭环运营模式
361 度	智能零售系统	通过及时捕捉消费者数据，利用大数据对市场进行喜好分析，有效提升线上专供品开发效率，对产品研发、定价策略及销售策略起反哺作用
特步国际	AI 算法	运用 AI 算法精准捕捉数据，针对儿童运动场景和潜在损伤风险进行分析，设计出更适合中国儿童脚型的“A+ 健康成长鞋”
安踏体育	数字化管理	以消费者为中心，利用数字技术深度挖掘未被满足的客户需求，驱动业务增长
太平鸟	大数据智能算法	线上大数据支持推进高品质、精准营销，将多个运营平台数据进行智能分析，有效判断流行趋势和消费者需求，提升产品设计的精确度

资料来源：波司登等公司公告，中国银河证券研究院

总结来看，当前消费品终端正发生积极的改变。传统加盟渠道开始探索更为创新和适宜的合作模式，供应链快反制度的建立有效降低终端产品库存风险，DTC 建设有效提升终端掌控和消费者体验，数字化建设改善整体运营效率。以上渠道发生的革新变化皆在顺应当下消费者的消费行为、消费心理和消费动力发生的变化，增加产品动销、改善运营效率、降低库存风险和提升品牌知名度。

六、投资建议

食品饮料板块推荐安井食品、万辰集团，关注贵州茅台、五粮液；家电板块推荐 TCL 电子、绿联科技、美的集团、海信视像；纺服板块推荐安踏体育、李宁、特步国际、海澜之家；社服板块推荐古茗，关注海底捞、百胜中国；轻工板块推荐恒丰纸业、华旺科技；农业板块推荐海大集团、牧原股份。

七、风险提示

- 1、市场需求不足的风险。全球消费需求受到收入预期、人口结构、消费政策等因素影响，市场需求存在不及预期的风险。
- 2、行业竞争加剧的风险。消费行业供给较为充分，在需求不足的情况下，存在竞争加剧、进而影响行业利润的风险。

图表目录

图 1: 白酒行业产量自 2016 年以来持续下降	4
图 2: SW 白酒行业收入与增速 (2000-2025 年度)	4
图 3: SW 白酒行业收入与增速 (2021 年至今单季度)	4
图 4: 茅台批价与零售价、五粮液、泸州老窖批价走势	5
图 5: 五粮液普五出厂价 (含税)	6
图 6: 泸州老窖国窖 1573 出厂价 (含税)	6
图 7: 白酒经销渠道模式主要分为四类	6
图 8: 白酒经销渠道模式存在多层分销结构	7
图 9: 茅五泸专卖店数量 (加盟为主)	7
图 10: 茅五泸线上销售占比	7
图 11: 2019-2025 年茅五泸汾洋河批价 (元)	8
图 12: 2019-2025 年茅五泸汾洋河毛利率走势	8
图 13: 2019-2025 年茅五泸汾洋河销售费用率走势	8
图 14: 2019-2025 年茅五泸汾洋河净利率走势	8
图 15: 五码合一流程示意图	9
图 16: 白酒行业“五码合一”数字化系统往往以红包、抽奖方式鼓励消费者开瓶扫码, 以五粮液扫码返利海报为例	10
图 17: 海澜之家 2022-2025 年不同采购模式下的存货结构占比	13
图 18: 2025 年公司存货可退货/不可退货商品占比	13
图 19: 海澜之家智能化物流园区运转机制	14
图 20: 2025 年“小米之家”线下门店拓展进度	15
图 21: 2018-2025 年“小米之家”中国大陆线下门店数量变化	15
图 22: 名创优品国内开店模式以合伙人为主	16
图 23: 名创优品海外开店模式	16
图 24: 头部茶饮品牌对加盟商提供的服务	18
图 25: i 茅台目前在售产品 (部分)	21
图 26: i 茅台历年收入变化趋势	21
图 27: 2026 年一季度 i 茅台收入占比接近 40%	21
图 28: i 茅台成为获取新消费者的渠道	22
图 29: i 茅台有效实现新消费者的购买与信息平权	22
图 30: i 茅台消费者画像	22
图 31: i 茅台用户消费场景	22
图 32: 泡泡玛特国内线上渠道收入情况 (亿元)	23
图 33: 泡泡玛特抽盒机收入占比	23
图 34: 泡泡玛特抽盒机界面	24

图 35: 泡泡玛特抽盒机摇盒功能展示	24
图 36: 泡泡玛特海外线上渠道收入情况 (亿元)	24
图 37: 泡泡玛特官网收入占比.....	24
图 38: 小米全球用户规模稳步增长.....	25
图 39: 小米消费级 AIoT 平台领先	25
图 40: 小米创始人雷军拥有千万级粉丝矩阵	26
图 41: 2015 年 1-10 月全球电商应用下载榜和 MAU 增长榜	27
图 42: SHEIN 商业模式图	28
图 43: 中国家用空调市场零售量与出货量周期	29
图 44: 2014-2017 年中国家用空调零售量与出货量季度 YOY	29
图 45: 2006-2025 年中国家用空调出货量及 YOY	29
图 46: 美的“T+3 客户订单制”产销模型	30
图 47: 安得智联“一盘货”智能物流体系	30
图 48: 2017-2025 年格力、美的品牌空调线上零售量份额	31
图 49: 2017-2025 年格力、美的品牌空调线下零售量份额	31
图 50: 2017-2025 年美的、格力品牌空调线上零售均价 (元/台)	31
图 51: 2017-2025 年美的、格力品牌空调线下零售均价 (元/台)	31
图 52: 2017-2025 年美的、格力品牌空调线上零售价差 (元/台)	31
图 53: 2017-2025 年美的、格力品牌空调线下零售价差 (元/台)	31
图 54: 空调行业线下渠道改革: 传统分销模式、扁平化模式、数字化模式 (以美的集团为例)	32
图 55: 美的集团数字化转型历程历史持续时间长, 投入规模大	33
图 56: 小米销售费用率较传统家电公司具备优势	34
图 57: 2015-2025 年小米 IoT 与生活消费产品业务收入及 YOY	34
图 58: 小米空调出货量及 YOY	34
图 59: 我国空调线上零售额市场份额	34
图 60: 小米冰箱出货量及 YOY	35
图 61: 我国冰箱线上零售额市场份额	35
图 62: 小米洗衣机出货量及 YOY	35
图 63: 我国洗衣机线上零售额市场份额	35
图 64: 森马服饰 2011-2025 年毛利率 (%)	37
图 65: 森马服饰 2011-2025 年存货营收比及存货减值/净利润	37
图 66: 太平鸟 2011-2025 年存货及 yoy	38
图 67: 太平鸟 2015-2025 年存货减值及 yoy	38
图 68: 部分品牌服饰库存周转天数变化 (天)	39
图 69: 各品牌服饰 2019-2025 年直营门店数量占比变化	40
图 70: 各品牌服饰 2020-2025 年直营收入占比变化	40
图 71: 各品牌服饰 2019-2025 年综合毛利率变化.....	41

图 72: 比音勒芬直营渠道和加盟渠道毛利率变化	41
图 73: 部分品牌服饰直营门店店效（百万/年）及 yoy 变化	41
图 74: 纺织服装行业数字信息化应用	42
图 75: 安踏体育直播间数字人直播	44
图 76: 特步直播间数字人直播	44
表 1: 消费行业渠道加盟商类直营模式创新	11
表 2: 海澜之家“类直营”模式与传统加盟商各维度之间的对比	13
表 3: “小米之家”线下门店三种模式	15
表 4: 国内头部潮流零售品牌名创优品与 KK 集团门店模式对比	17
表 5: 中国 TOP10 现制饮品品牌运营模式	17
表 6: 名创优品与 KKV 开店模式异同	19
表 7: SHEIN 独立站直营与亚马逊平台卖家的区别	26
表 8: 快时尚品牌上新节奏及连衣裙价格带	28
表 9: SHEIN 供应商合作模式	28
表 10: 分区洗衣机产品对比	35
表 11: 部分品牌服饰“快反”机制设立情况	39
表 12: 品牌服企供应链管理 AI 应用布局	42
表 13: 部分品牌服饰企业数字化基础设施投入内容	43
表 14: 龙头服企营销中人工智能应用情况	44
表 15: 企业运用大数据把握消费需求	45

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

何伟，银河研究所副所长、大消费组组长、家电行业首席分析师。陈柏儒，轻工行业首席分析师；顾熹闽，社服行业首席分析师；谢芝优，农业行业首席分析师；郝帅，纺织服装行业首席分析师；刘光意，食品饮料行业分析师；杨策，家电行业分析师；刘立思，家电行业分析师；陆思源，家电行业分析师；韩勉，轻工行业分析师；艾菲拉·迪力木拉提，纺服行业分析师；彭潇颖，食品饮料行业分析师。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅 10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅 5%以上
	公司评级	推荐：相对基准指数涨幅 20%以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5%~20%之间
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
		回避：相对基准指数跌幅 5%以上

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院	机构请致电：	
深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层	深广地区：	苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn 程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层	上海地区：	林程 021-60387901 lincheng_yj@chinastock.com.cn 李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn
北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦	北京地区：	田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn 褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn
公司网址：www.chinastock.com.cn		