

## 永辉超市 (601933.SH)

## 转型品质零售，超市龙头涅槃重生

线下零售空间广阔，品质零售大势所趋。永辉超市为国内商超龙头，生鲜及供应链根基扎实，当前坚定“胖东来”路线，围绕商品强化选品+品控+差异化，围绕服务优化环境+做重服务+提升员工状态；叠加胖东来倾力帮扶输出顶层设计及科学方法，名创入股有望在日百品类注入更多可能。当前公司调改步入轨道，成效显著；长期看公司品质零售路线空间广阔。首次覆盖给予“增持”评级。

- **永辉超市：国内商超龙头，品质化调改再出发。**永辉是国内商超龙头，2023年1009家门店实现销售额856亿，位列国内商超TOP2。但近年在线上线下新业态冲击下线下商超客流下降，公司受行业β影响，同店下降陆续闭店，连续三年亏损。2024年5月起公司正式确立“学习胖东来”的品质零售路线，陆续启动在福州、西安等多地多店的调改，调改后店效多倍式增长。24年9月，名创优品高度认可公司调改，拟获股权29.4%，拟成为公司第一大股东，有望创造更多协同可能。当前公司团队稳定且目标统一，持续发力品质零售。
- **消费趋向+政策引导，品质零售成势。**需求上看，随消费力及健康意识提升以及人群代际切换，年轻人群更愿意在日常餐食增加预算，且对入口餐食愿意多花钱也不想降低品质。顺应消费者的品质化需求趋势，山姆等为代表的品质零售商快速拓店，规模持续高增长。产业端政策也引导零售业调优，近期商务部等7部门联合发文引导零售企业差异化定位、走高质量发展之路。
- **永辉调改：专注品质，强化服务，聚焦沉淀信任的品质零售道路。**胖东来模式强调品质及消费者信任，实现远超行业的超高口碑及超高坪效。永辉当前聚焦学习“胖东来模式”，提升商品品质及优化服务，商品上注重优化选品+增强品控+增强差异化能力，服务上聚焦改善卖场环境+增强服务+提升员工能力及状态。调改重开后，调改店客流及店效实现多倍式高增长，实现从亏损到明显盈利的转变。随调改流程理顺及人员储备增加，调改节奏陆续加快。
- **投资建议：品质零售大势所趋，永辉坚定“胖东来”路线，围绕商品强化选品+品控+差异化，围绕服务优化环境+做重服务+提升员工状态；**叠加胖东来倾力帮扶输出顶层设计及科学方法，名创入股后有望在日百品类注入更多可能。当前公司调改步入轨道成效显著，长期看公司品质零售路线空间广阔。预计2025年收入725亿，给予1倍PS对应目标价8元，首次覆盖给予“增持”评级。
- **风险提示：调改店数、店效不及预期，调改后门店净利率不及预期。**

## 财务数据与估值

会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	90091	78642	67110	72509	98836
同比增长	-1%	-13%	-15%	8%	36%
营业利润(百万元)	-3298	-1476	-1581	-494	1410
同比增长	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
归母净利润(百万元)	-2763	-1329	-1371	-385	1074
同比增长	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
每股收益(元)	-0.30	-0.15	-0.15	-0.04	0.12
PE	N/A	N/A	N/A	N/A	57.5
PB	8.3	10.4	13.5	14.8	11.8

资料来源：公司数据、招商证券

## 增持（首次）

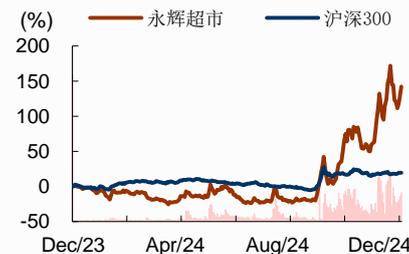
消费品/商业  
目标估值：8.00元  
当前股价：6.89元

## 基础数据

总股本(百万股)	9075
已上市流通股(百万股)	9075
总市值(十亿元)	61.8
流通市值(十亿元)	61.8
每股净资产(MRQ)	0.6
ROE(TTM)	-25.2
资产负债率	87.1%
主要股东	牛奶有限公司
主要股东持股比例	21.08%

## 股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	52	146	124
相对表现	48	131	105



资料来源：公司数据、招商证券

## 相关报告

- 丁浙川 S1090519070002  
dingzhechuan@cmschina.com.cn  
李星馨 S1090524070010  
lixingxin@cmschina.com.cn

## 正文目录

一、永辉超市：全国商超龙头，调改提效再出发	4
1、公司概况：国内商超龙头，“胖东来模式”调改提效	4
2、财务数据：近年经营承压，关注调改进展及业绩拐点	5
3、股权结构：牛奶及京东转出股份，名创拟成第一大股东	7
二、消费趋向+政策引导，品质零售成势	9
1、品质化顺应消费需求发展方向，山姆等品质零售高增长	9
2、政策引导零售业高质量发展	10
三、永辉调改：专注品质，强化服务，沉淀信任	10
1、胖东来模式：强调品质及服务，沉淀消费者长期信任	10
2、调改核心：优化品质，强化服务，沉淀信任	12
（1）品质提升：优化选品，提升品控，增强商品差异化能力	12
（2）强化服务：卖场环境大幅改善，员工能力及状态提升	16
3、调改进程：调改店店效显著改善，节奏陆续加快	18
四、盈利预测及投资建议	21
五、风险提示	21

## 图表目录

图 1：永辉超市门店数：近年持续调优门店结构	5
图 2：公司历年营业收入规模及其增速	5
图 3：公司历年归母净利润规模及其增速	5
图 4：公司历年坪效表现	6
图 5：公司历年资产减值损失情况	6
图 6：公司历年毛利率情况（%）	6
图 7：公司历年各项费用率情况（%）	6
图 8：公司现金及现金等价物净增加额（亿元）	7
图 9：公司整体现金流表现（亿元）	7
图 10：名创收购前永辉超市股权结构（截至 2024Q3）	7
图 11：名创优品收购后预计永辉超市股权结构	8
图 12：今年以来，你在以下哪些方面增加了消费支出？	9

图 13: 以下哪些日常消费中, 你宁愿花更多的钱, 也不愿意降低品质?.....	9
图 14: 中国市场沃尔玛门店数持续减少, 山姆门店增长.....	9
图 15: 山姆带动下, 沃尔玛中国营收持续增长.....	9
图 16: 胖东来模式核心总结: 品质+服务为核心.....	12
图 17: 公司选品提升方向: 进口产品、时尚潮流品、高质量产品增加, 并去除冗余 SKU13	
图 18: 永辉部分自有品牌一览.....	14
图 19: 永辉自有品牌的产品主张: 凸显品质和健康, 不追求绝对低价, 凸显质价比15	
图 20: 永辉烘焙加工品类用料健康透明、添加剂少.....	16
图 21: 永辉超市调改前后环境变化: 调改后门店更显精致整洁清新.....	16
图 22: 永辉门店新增各项服务一览.....	17
图 23: 公司当前门店总数及调改门店数 (未加粗为当前门店总数, 加粗数字为调改店数量) 20	
表 1: 2023 年中国连锁超市 TOP10 榜单.....	4
表 2: 永辉超市管理团队简介.....	8
表 3: 促消费及支持消费品质化升级相关政策.....	10
表 4: 胖东来门店概况: 门店分布于许昌及新乡两地, 店均高坪效.....	10
表 5: 传统商超 KA 模式 VS 当前去 KA 裸采模式.....	12
表 6: 永辉超市调改前后商品变化情况.....	13
表 7: 鲜食严控品质, 日清销售.....	14
表 8: 永辉调改后门店自有品牌更精简聚焦, 爆款频出, 占比提升.....	15
表 9: 永辉超市调改前后卖场环境变化.....	16
表 10: 永辉超市调改店服务项目一览.....	17
表 11: 永辉超市部分调改店调改前后员工人数及薪资变化.....	17
表 12: 龙湖滨江天街店招聘公告: 新招员工数量较多, 薪资总体水平较高....	18
表 13: 永辉超市调改门店调改后客流及门店销售表现.....	18
表 14: 永辉超市调改前后单店模型变化.....	19
表 15: 永辉超市各月调改开业门店数.....	20
表 16: 永辉超市收入拆分及盈利预测.....	21
附: 财务预测表.....	22

## 一、永辉超市：全国商超龙头，调改提效再出发

### 1、公司概况：国内商超龙头，“胖东来模式”调改提效

农改超起步后高速扩张，依托生鲜特色发展的全国连锁商超龙头。永辉超市成立于 2001 年，是我国首批顺应“农改超”（农贸市场超市化运作）政策的流通企业。公司于 2010 年在上交所成功上市，目前已发展为以零售业为核心，以生鲜为特色，集现代物流、食品工业、现代农业等于一体的大型企业集团。据中国连锁经营协会(CCFA)榜单，2023 年永辉超市于全国连锁商超企业中名列第二位。

表 1: 2023 年中国连锁超市 TOP10 榜单

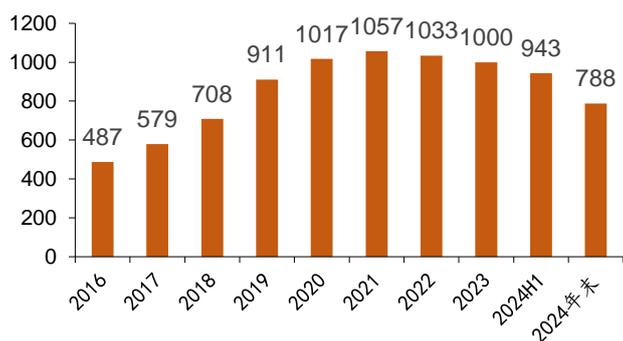
排名	公司	超市品牌	2023 年销售额 (含税亿元)	2023 门店总数
1	沃尔玛(中国)投资有限公司	沃尔玛、山姆	1202	365
2	永辉超市股份有限公司	永辉	856	1009
3	康成投资(中国)有限公司	大润发、大润发 Super、大润 Mini、M 会员店	772	528
4	华润万家(控股)有限公司	华润万家、Ole、华润苏果	625	2694
5	盒马(中国)有限公司	盒马鲜生等	590	360
6	物美科技集团有限公司	物美、麦德龙	566	1122
7	联华超市股份有限公司	联华、华联	526	3356
8	家家悦控股集团股份有限公	家家悦、世伴	298	917
9	中百仓储超市有限公司	中百仓储、中百超市	205	881
10	广州市钱大妈农产品有限公	钱大妈	137	2936

资料来源：中国连锁经营协会(CCFA)，招商证券

商超行业受新业态冲击明显，永辉曾历经多轮探索自救。近年受线上远场电商分流日百品类，社区团购及即时零售等业态分流生鲜等品类，线下社区业态分流生鲜及零食等品类，商超行业总体处在关店收缩趋势中。在此大背景下，永辉超市曾经历多轮转型探索，在商超主业之外寻求新增长点，公司自 2016 年开始探索新业态，陆续推出高端超市+生鲜餐饮+O2O 混合的超级物种、社区小超市永辉 mini、线上到家平台永辉生活等，但均未能取得明显成效。

目前在胖东来的帮扶下启动调改，确立以品质+服务为核心的“胖东来模式”为转型方向。自 2024 年 5 月起，永辉超市正式确立“学习胖东来”的路线，接受胖东来帮扶调改，对门店装修设备、商品结构、采购模式、服务等全面进行调改优化，调改重开的大多数门店实现了客流及销售额的多倍增长；据“永辉同道”公众号，首家接受胖东来帮扶调改的永辉郑州信万广场店调改后第一个完整月份 7 月的日均销售额 187 万，是调改前的 13.9 倍，日均客流量 1.3 万人。据我们了解，至今已开业近半年的信万店日均销售额仍在 115 万左右，仍为调改前 6 倍以上。当前公司陆续启动福州、西安、合肥等多地门店的调改，至今已完成近 30 家门店的调改，预计 1 月底前完成 40-50 家门店调改。

图 1：永辉超市门店数：近年持续调优门店结构



资料来源：公司财报，招商证券

## 2、财务数据：近年经营承压，关注调改进展及业绩拐点

历经高速扩张期增长亮眼，近年经营持续承压。1) 高速发展期：2010 年至 2020 年，商超行业在商业地产带动下快速发展，公司凭借生鲜品类优势，持续高速拓店，陆续进入华东、西南、华南市场，公司 2010-2020 年营收 CAGR 达 22.3%。2) 疫后盘整期：2021-2023 年，疫情后受电商、社区团购冲击及新业态发展不及预期影响，公司经营端持续承压，收入规模持续下降。3) 变革期：2024 年公司开启学习胖东来模式开启调改，确立品质+信任的经营方向；在陆续调改存量店的同时，也大量关闭了表现不佳的老店。

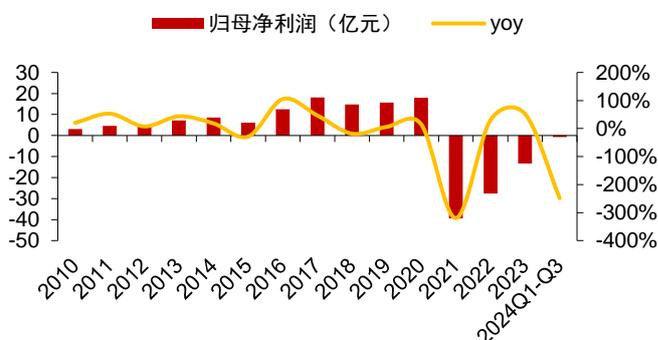
利润端，疫后经营走弱+资产减值+会计准则影响连续三年亏损。2021 年起永辉归母净利润连续三年亏损，主要源于：1) 疫情以来线下商超经营受到线上新业态冲击，线下同店及坪效下降，2020-2023 年坪效 CAGR 为-4.5%，进而带来门店费用率走高；2) 资产/股权投资减值，公司对资产可收回金额低于账面金额的闭店门店相关资产计提减值损失，以及对红旗连锁等公司的长期股权投资减值计提损失，2021-2023 年分别计提资产减值损失 7.77、6.35、5.23 亿；3) 会计准则调整，2021 年新租赁准则下，公司租赁负债利息支出大幅增长；据公司 2021 年报，新租赁准则执行使得公司 2021 年利润总额减少 4.59 亿元，净利润减少 5.56 亿元。

图 2：公司历年营业收入规模及其增速



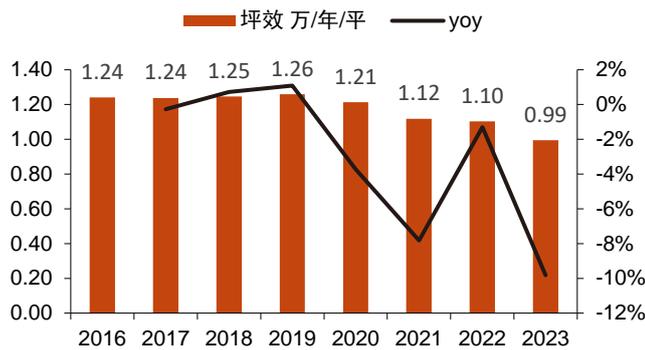
资料来源：公司财报，招商证券

图 3：公司历年归母净利润规模及其增速



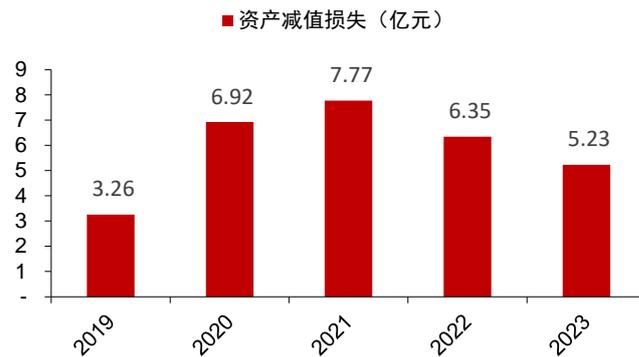
资料来源：公司财报，招商证券

图 4: 公司历年坪效表现



资料来源: 公司财报, 招商证券

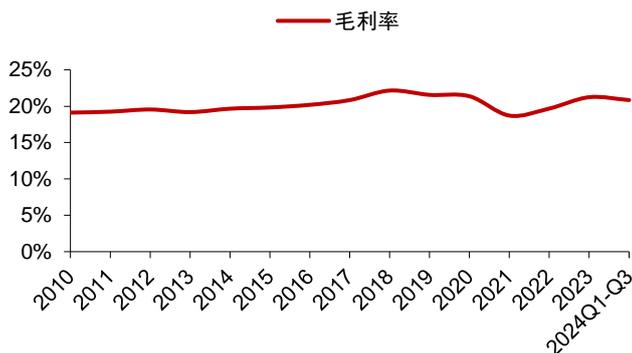
图 5: 公司历年资产减值损失情况



资料来源: 公司财报, 招商证券

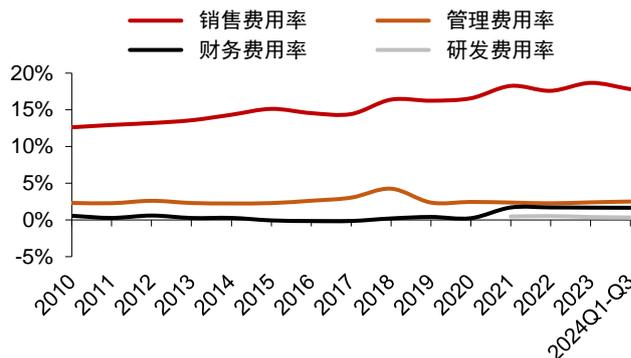
毛利率相对稳定, 销售费用率因同店下降而提升。近年公司毛利率基本维持在 20% 附近, 2021 年受疫情及竞争影响有所下降, 到 2023 年回升至 21.2%, 整体相对稳定。费用率方面, 直营模式下随同店下降, 人工及租金费用率提升, 近年销售费用率+财务费用率提升明显。由于 24Q3 调改门店数量较少, 调改影响尚未体现在公司报表。

图 6: 公司历年毛利率情况 (%)



资料来源: 公司财报, 招商证券

图 7: 公司历年各项费用率情况 (%)



资料来源: 公司财报, 招商证券

现金流: 近年因拓店放缓, 经营性及投资性现金流增加, 筹资性现金流减少, 整体现金流状况尚可。公司近 3 年来现金流每年流出近 20 亿, 主要因拓店放缓后: 1) 经营活动现金流因扩店对应的新店首次备货投入等减少明显提升; 2) 投资活动现金流因开店 capex 减少而明显改善, 3) 筹资活动现金流因扩店放缓后现金需求减缓, 公司偿还借款且主动融资行为减少而大幅流出。因此总体看, 公司现金流情况良性可控, 截至 2024Q3 公司现金及现金等价物 36.9 亿。

图 8: 公司现金及现金等价物净增加额 (亿元)

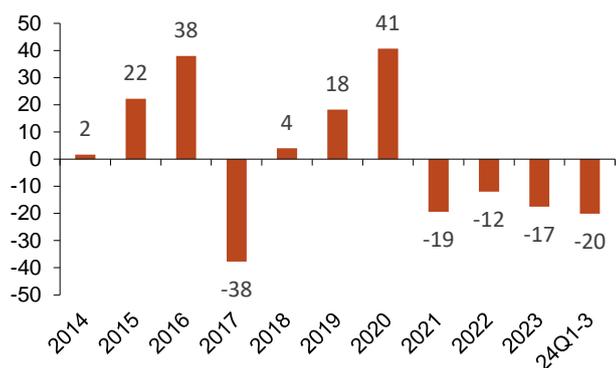
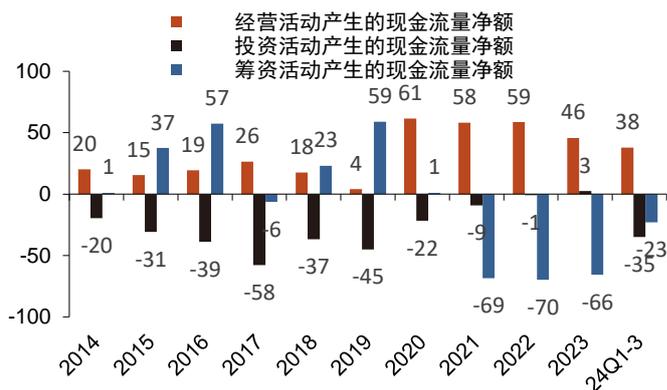


图 9: 公司整体现金流表现 (亿元)



资料来源: 公司财报, 招商证券

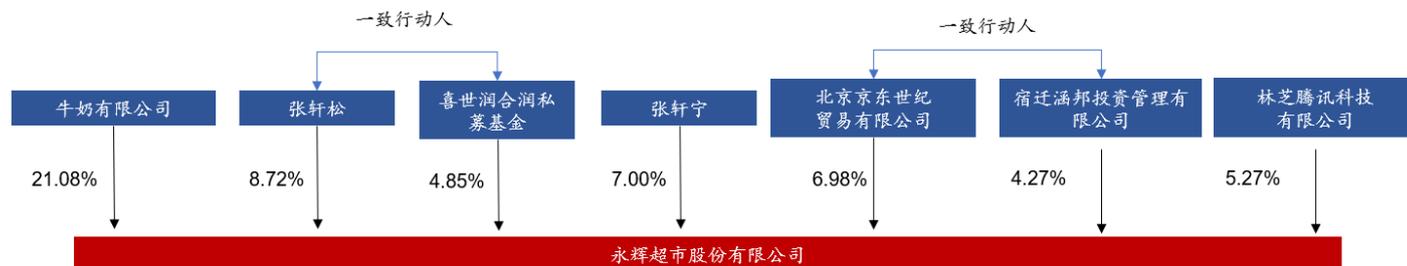
资料来源: 公司财报, 招商证券

### 3、股权结构: 牛奶及京东转出股份, 名创拟成第一大股东

牛奶及京东拟向名创优品子公司骏才国际转让永辉 29.4% 股权, 交易完成后名创将变更为第一大股东。名创收购永辉前, 公司第一大股东为牛奶有限公司持股 21%, 此外大股东中创始人张氏兄弟中张轩松与一致行动人喜世润合润私募基金合计持股 13.5%, 张轩宁持股 7%, 京东世贸与一致行动人宿迁涵邦投资管理有限公司合计持股 11.3%, 以及腾讯持股 5.27%。9 月 23 日晚, 永辉超市发布公告, 公司股东牛奶有限公司、京东世贸、宿迁涵邦 (系京东世贸的一致行动人) 拟通过协议转让的方式向骏才国际 (实控人为名创优品) 分别转让其所持有的公司 19.13 亿股股份、3.67 亿股股份和 3.88 亿股股份, 分别占公司总股本的 21.08%、4.05% 和 4.27%。预计交易将于 2025 年上半年完成, 交易完成后公司第一大股东将变更为骏才国际, 持股比例预计将达到 29.4%。

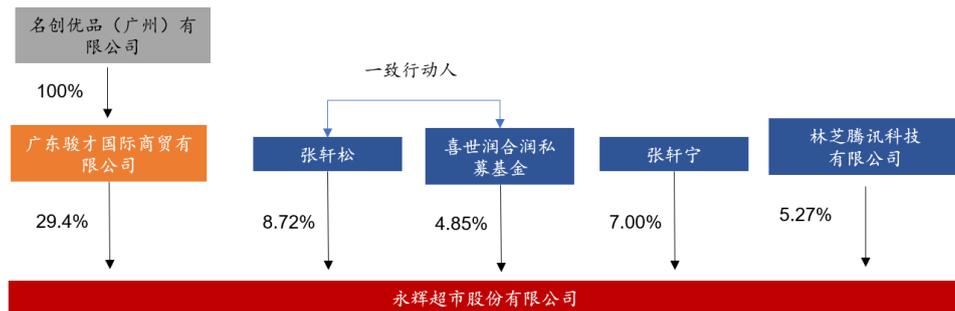
名创优品创始人叶国富表示, 投资永辉主要由于看好胖东来调改下的永辉发展前景及未来国内线下零售的结构化机会。未来名创优品将与永辉超市开展渠道协同, 携手向品质零售模式转型。但同时, 名创优品表示将不会控制永辉超市董事会及成为实控人, 未来也不会并表, 永辉将延续当前治理结构。

图 10: 名创收购前永辉超市股权结构 (截至 2024Q3)



资料来源: 公司公告, WIND, 招商证券

图 11: 名创优品收购后预计永辉超市股权结构



资料来源: 公司公告, 招商证券

**管理团队稳定, 超市供应链建设经验丰富。**公司多名高管均有着丰富的商超及供应链工作经验, 助力公司不断提升供应链的组织及流程效率, 打造扁平化组织, 精简组织配置, 持续强化平台能力建设, 不断提升供应链竞争力。

表 2: 永辉超市管理团队简介

姓名	职位	个人简介
张轩松	创始人、董事长	永辉超市创始人, 现任永辉超市董事长, 自 2000 年起先后创立了永辉生鲜超市、彩食鲜中央工厂、永辉生活、超级物种等多种零售业态
张轩宁	创始人、副董事长	永辉超市、永辉云创创始人, 现任永辉超市董事。自 2000 年创业以来, 先后创立永辉生鲜超市、彩食鲜中央工厂、永辉生活、超级物种等多种零售业态
李松峰	CEO	现任永辉超市董事、CEO; 历任京东集团高级总监、永辉超市 CTO
罗金燕	线上运营部副总经理	现任永辉超市线上运营部副总经理; 历任永辉超市科技部数字化业务发展部与业务中台产品资深总监、富平供应链有限公司副总经理、永辉超市信息中心产品部合伙人队长、云商供应链产品合伙人、食品用品事业部全国采购总监助理等职
吴光旺	副总裁	现任永辉超市副总裁; 历任分管大供应链部、工程部及物配部。在 2019 年配合在董事会领导下, 协调各板块业务、分管战略投资与并购, 2018 年分管永辉云金等。曾任永辉超市股份有限公司执行副总裁、监事、信息总监, 福建永辉集团有限公司信息部
林建华	副总裁	历任永辉超市副总裁, 分管公司生鲜供应链和生鲜营运业务。历任生鲜事业部总监、副总经理、总经理等职。拥有二十多年的生鲜供应链和营运管理经验
黄林	副总裁、供应链总经理	现任永辉超市副总裁, 兼任供应链总经理职务。中欧商学院 AMP 总经理班毕业。历任永辉超市食品用品事业部采购总监、集群核心合伙人、部门资深总监、总经理职务

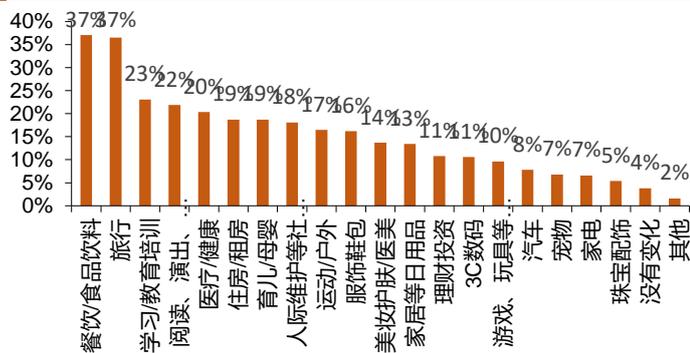
资料来源: 公司公告, 招商证券

## 二、消费趋向+政策引导，品质零售成势

### 1、品质化顺应消费需求发展方向，山姆等品质零售高增长

随消费力提升及代际切换，年轻人群更愿意在日常餐食增加预算，且对品质的付费意愿高。根据新周刊针对近一万名 16-40 周岁泛年轻群体的消费观念及消费行为调研结果显示，年轻人群：1) “今年以来在餐饮及食品饮料上增加了支出” 位列第一且占比近 40%；2) “吃进嘴里的食品饮料宁愿多花钱也不愿意降低品质” 位列第一且占比 74%；调研结果显示了年轻人群的消费预算往餐食方面转移，且在品质及健康度上有较高追求，付费意愿较强。

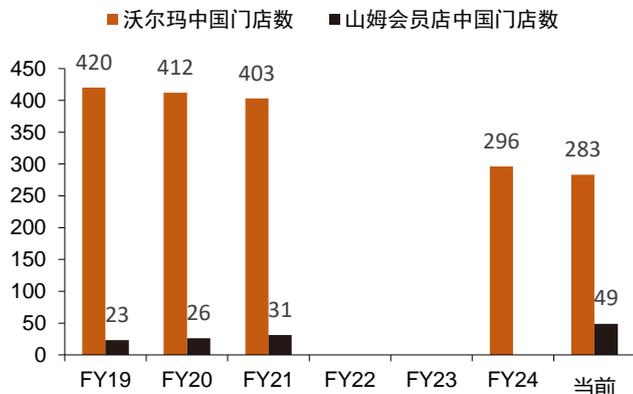
图 12：今年以来，你在以下哪些方面增加了消费支出？



资料来源：新周刊调研报告，招商证券，\*注：基于对 16—40 周岁的泛青年圈层的调研，有效样本数 7725 份，调研时间为 2024 年 7 月

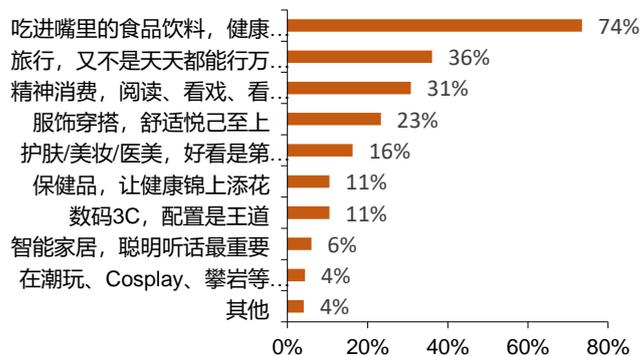
以山姆为代表的品质零售商实现高速增长。作为国内品质零售的代表之一，山姆会员店近年实现高速扩张及增长。据沃尔玛财报，国内市场上山姆会员店门店数从 2019 年初的 23 家增长至当前的 49 家，而沃尔玛超市门店数从 420 家陆续关店至 283 家。尽管沃尔玛持续收缩关店，但在山姆强劲增长的带动下，沃尔玛中国分部仍几乎保持在 15% 左右的高速增长。

图 14：中国市场沃尔玛门店数持续减少，山姆门店增长



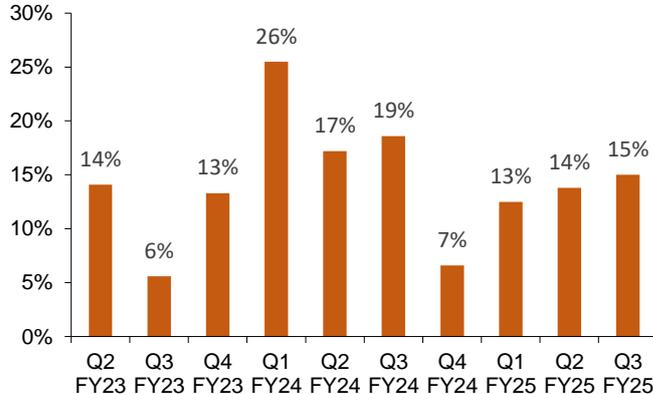
资料来源：公司财报，招商证券，\*注：公司财年截止于每年 1 月 31 日，当前指 2024/12/24 日期数据

图 13：以下哪些日常消费中，你宁愿花更多的钱，也不愿意降低品质？



资料来源：新周刊调研报告，招商证券，\*注：基于对 16—40 周岁的泛青年圈层的调研，有效样本数 7725 份，调研时间为 2024 年 7 月

图 15：山姆带动下，沃尔玛中国营收持续增长



资料来源：公司财报，招商证券，\*注：公司财年截止于每年 1 月 31 日

## 2、政策引导零售业高质量发展

政策引导消费品质化升级，防止“内卷式”竞争，引导高效品质化业态转型。近期商务部等7部门联合印发《零售业创新提升工程实施方案》，强调推动品质化供给，以消费者为中心、优化商品和服务体验，并引导零售企业特色化发展差异化定位、走高质量发展之路；此外，中央政治局会议首次定调产业发展要防止“内卷式”恶性竞争，并提出畅通低效产能退出机制，实现供给优化，整体上政策引导消费产业向高效品质化转型。

表 3：促消费及支持消费品质化升级相关政策

政策	时间	部门	内容
《关于恢复和扩大消费的措施》	2023.8.22	国家发改委	坚持优化供给与扩大需求相结合，充分挖掘超大规模市场优势，创新消费场景，拓展消费新需求
《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》	2024.3.7	国务院	实施设备更新、消费品以旧换新、回收循环利用、标准提升四大行动，大力促进先进设备生产应用，推动先进产能比重持续提升，推动高质量耐用消费品更多进入居民生活
《关于加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新的若干措施》	2024.7.24	国家发改委、财政部	统筹安排 3000 亿元左右超长期特别国债资金，加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新
《国务院关于促进服务消费高质量发展的意见》	2024.8.3	国务院	扩大内需和深化供给侧结构性改革，扩大服务业开放，着力提升服务品质、丰富消费场景、优化消费环境，以创新激发服务消费内生动能，培育服务消费新增长点
《中央经济工作会议》	2024.12.11	中共中央、国务院	增加发行超长期特别国债，持续支持“两重”（国家重大战略实施和重点领域安全能力建设）项目和“两新”（新一轮大规模设备更新和消费品以旧换新）政策实施。
《零售业创新提升工程实施方案》	2024.12.16	商务部等七部门	推动品质化供给，以消费者为中心，诚信经营、品质当先、服务至上，优化商品和服务体验，并引导零售企业特色化发展差异化定位、走高质量发展之路

资料来源：国务院官网、国家发改委官网等、招商证券

## 三、永辉调改：专注品质，强化服务，沉淀信任

### 1、胖东来模式：强调品质及服务，沉淀消费者长期信任

胖东来：高店销高坪效的商超“天花板”。胖东来约 12 家门店，主要门店分布于许昌，2 家店分布于新乡，门店客流表现出色。同时据于东来先生直播中分享，胖东来集团至 2024 年 11 月 26 日 YTD 已实现整体销售额 146 亿，经过计算其超市业态部分单店销售额高达 5-10 亿，坪效高达 4-15 万/平，表现远超其他商超同行。

表 4：胖东来门店概况：门店分布于许昌及新乡两地，店均高坪效

超市名称	所在地	开业时间	营业面积	日均客流量	销售额(万, 2024/11/27 YTD)	坪效(万/平/年)
胖东来时代广场超市	许昌	2009 年 4 月 25 日	70000 m <sup>2</sup> (含百货)	10000 人次左右	386,942	含百货不计算
胖东来天使城店	许昌		约 7 万 m <sup>2</sup> (含百货)		236,052	含百货不计算
胖东来生活广场	许昌	2002 年 1 月 1 日	7000 m <sup>2</sup>	13000 人次左右	106,109	15.2

超市名称	所在地	开业时间	营业面积	日均客流量	销售额(万, 2024/11/27 YTD)	坪效(万/平/年)
胖东来云鼎店	许昌	2019年4月26日	2000 m <sup>2</sup>	5000 人次左右	30,235	15.1
胖东来金三角店	许昌	2019年8月9日	6000 m <sup>2</sup>	8000 人次左右	51,811	8.6
胖东来人民店	许昌	2018年11月(迁址开业)	1200 m <sup>2</sup>	5000—5500 人	25,625	21.4
胖东来劳动店	许昌	2015年1月(重装开业)	1050 m <sup>2</sup>		10,396	9.9
胖东来名烟名酒	许昌	2019年2月(重装开业)	400 m <sup>2</sup>			
胖东来北海店	许昌	2019年12月6日	13200 m <sup>2</sup>	4000 人次/日	51,811	3.9
胖东来禹州店	许昌	2020年8月16日	17000 m <sup>2</sup>	约 7000 人次	66,254	3.9
胖东来·大胖	新乡	2016年9月8日	38345 m <sup>2</sup> (含百货)	9000 人次左右	235,805	含百货不计算
胖东来·小胖	新乡	2007年3月28日	3.6 万平 (含百货)	40000 人次左右	175,751	含百货不计算

资料来源：公司官网，于东来先生直播，招商证券

### 胖东来模式强调品质及服务，并在长期互动中沉淀顾客信任：

**商品品质方面，公司外部选品专业，自有品牌出色。**1) 公司外部商品选品专业，确保选品人员“懂”商品，熟悉产品的产地及生产加工过程，了解产品的成分及功效，同时具备国际视野，选到品质一流可靠外部优质商品，在选品上既能匹配消费者需求又具引领性。在定价环节，公司定价公道透明，以适当的加价率销售商品。2) 自有品牌出色，胖东来自有品牌数量仅 200 支（门店 SKU 数约 1 万支），但销售达到 20%-30% 左右，主要得益于在经营自有品牌过程中对顾客需求的洞察、对商品的理解及品控过程出色。

**服务上，公司通过高薪酬招聘并留存优质员工，通过软性企业文化熏陶+标准化流程指引+硬性制度考核确保服务出色。**1) **员工招录：**胖东来通过高薪吸引优质人才，据胖东来 3 月 23 日发的《致应聘者的一封信》，在需求 209 人的情况下，公司实际接收简历 31593 份，应聘者充分确保公司招聘到优质且价值观一致的员工。员工高薪的同时对应高标准，胖东来员工专业度要求较高，不合格者有被淘汰的风险。2) **制度引领：**招聘到较优质的员工后，胖东来一系列安排将进一步提高员工服务能力：① 店内标语宣导+公司培训下对员工展开企业文化的熏陶；② 公司沉淀数百项标准化流程，对如何拖地，如何更换垃圾袋均有详细标准化流程指引，在科学方法的指导下快速提升员工专业水准；③ 最后是硬性的制度考核，虽胖东来员工流失率较低，但仍有不到 5% 的员工因不符合岗位要求主动或被动离职；此外公司的晋升等也均有明确制度安排，对员工发展起到激励及指引作用。

图 16: 胖东来模式核心总结: 品质+服务为核心

外部选品: 专业选品+定价公道+引领潮流  
 自有品牌: 顾客洞察+出色品质+严格品控

员工: 高薪高福利+高标准  
 制度: 企业文化熏陶+标准化流程指引+制度考核



资料来源: 招商证券

## 2、调改核心: 优化品质, 强化服务, 沉淀信任

### (1) 品质提升: 优化选品, 提升品控, 增强商品差异化能力

#### 1) 优化选品: 强化选品能力, 调优商品结构

去 KA 化并取消后台费用, 增强选品及定价主导权。传统商超的 KA 模式下, 商超类零售商向上游品牌方收取进场费、货架费、条码费、广告费等后台费用, 获得后台费用的同时也让渡了相当一部分对货品的选品权及定价权, 导致卖场货品陈旧无新意, 堆积大量低动销或不动销品。当前永辉超市调改店取消了后台收费推动裸采, 强化对商品的选品权及定价权; 同时不断增强选品能力及消费者洞察能力, 站在消费者的立场上进行选品上架, 使卖场商品结构焕新, 消费者进店体验提升。

表 5: 传统商超 KA 模式 VS 当前去 KA 裸采模式

要点	KA 模式	去 KA 模式
模式概括	针对大型零售商客户, 通过收取各种费用和提供账期的方式, 实现商品的上架和销售的商业模式	去除“收租”模式, 转向以用户需求为中心的供应链模式
零售商角色	为上游品牌方服务, 更多是“分销体系”	为 C 端消费者服务
谁来主导	品牌方	零售商
对上游收费	向供应商收取进场费、货架费、条码费等中间费	取消各类中间收费, 赚取进销差价
对上游账期	几个月的账期	取消或明显缩短账期
选品能力	谈费用及条款的能力较强, 选品能力较弱	选品能力增强, 更懂商品
选品权	较低, 取决于合作协议, 往往上架, 动销差的 SKU 不能私自下架	不受上游制约, 完全根据消费者需求选品
定价权	在上游品牌方, 受中间费用影响, 最终售价较高	自主定价, 同时可减少中间环节, 降低商品最终售价
供应层级	多级分销, 中间环节较多	建设垂直供应链, 直接与工厂和一级供应商合作
消费者感受	定价高、选品陈旧、丧失新鲜感, 不适销	定价优化、选品差异化, 更适配消费者需求

资料来源: 招商证券整理

取消后台收费后，公司结合消费者需求重新优化选品，依照优质可靠原则进行SKU的汰换调整。公司当前SKU调整的核心思想是品质优先，聚焦一二线品牌、进口品牌、地标品牌及自有品牌；保障基本民生需求的同时，补充时尚潮流商品。具体从以下几方面入手：①选品更精简：精简冗余SKU，践行“宽类窄品”原则，扩大品类宽度，但缩窄深度，精选SKU降低消费者选择难度。②进口商品提升，视野放到全球，精选全球优质品牌和商品，部分门店如深圳卓悦汇店的进口商品占比已经从7%提升至21.3%，③选品健康年轻化：精选有品质、用材健康无添加少添加的产品如有机菜黑猪肉等；并顺应潮流增添年轻时尚的产品，如各类圣诞节气产品。④补充当地特色商品：如深圳门店增加了潮汕牛肉、乳鸽等，福州店推出现做鱼丸、肉燕、荔枝肉、醉排骨、“海鲜厨房等”，增加本土特色。

图 17：公司选品提升方向：进口产品、时尚潮流品、高质量产品增加，并去除冗余 SKU



资料来源：公司门店、招商证券

商品结构大幅调整，对比胖东来商品结构已实现较高复制度。依照上述选品原则，公司商品结构已实现明显的汰换调整；据我们整理，公司调改店在原有约1万+SKU数的基础上下架了约70%~80%的原有SKU，上新了60%~80%的SKU，SKU调整汰换后，商品结构对照胖东来已实现了约80%~90%+的复制度。

表 6：永辉超市调改前后商品变化情况

	淘汰单品	新上单品	商品对比胖东来的复制度	DL 单品数量
郑州盛华里店	下架 7845 支，下架 68.2%	新增单品占比 74.1%	90%+	
杭州临平万达店	下架 8610 个，下架 70%	新增 6851 支，新增超 60%	80%+	
合肥方圆荟店		上新率达到 65.4%左右	80%	
郑州新郑龙湖锦艺城店				70 余支
重庆南坪万达店	下架 10685 个，下架 71.8%	新增 7527 支，新增 60%	80%以上	
深圳卓悦汇店				20 多支
福州五四北店		上新率约 65%		
福州长乐万星店	淘汰 8000 多支	新增 7500 支，上新率 65%左		
北京喜隆多店				
成都成都文华广场	下架超 1 万支	重新规划超 0.8 万支		
贵阳贵阳金源购物中心				
郑州裕华广场店		新增单品占比 80.9%	90%以上	
福州公园道店	下架近 80%			近 20 款
西安西安中贸广场店			90%	
信万广场店	下架 10841 个，占比 81.3%	新增 12581 个，新增占比 80%	90%+	

资料来源：公司公众号，招商证券整理

## 2) 增强品控：增强全链路品控，强化商品品质

加工鲜食严控品质，强调用材健康扎实，且日清销售保证新鲜。公司水果、蔬菜、肉类、烘焙熟食等生鲜鲜食类目品质明显提升，在产品原材料、加工过程、新鲜度等方面的把握均提高标准。①选品标准提升：如蔬菜肉类等明显增加藏香猪、

高山菜、有机菜等品质更高的品类；且在链路上严格检测农残、药残、卖相及口感，品控更加严格。②烘焙加工品类用料安全健康：如蛋糕烘焙品类选用优质原材料，配料简单不使用脱氢乙酸钠、代可可脂等添加剂。③新鲜度提升：果切鲜切、肉类鲜切、鲜食日清，保证新鲜度。④无忧退换货：15 天退换，现场随处标示“不好吃，请告诉我们！”等便捷退换措施确保消费体验。

表 7: 鲜食严控品质，日清销售

产品细节	
水果果切包装盒 水果品控严格	果切盒上有食用顺序标识，提示顾客最佳食用顺序 比如柚子，须经过农残快检-检查外观新鲜度-抽样破果内检看水分是否充沛饱满-检查皮的薄厚及汁水糖度-口感测试，以上步骤全部合格才能发货
果切日清	果切遵守 468 折价原则，超过 4 小时八折销售，超过 6 小时六折销售，超过 8 小时直接下架报损
生鲜补充高端 SKU	增加了藏香猪、庄园黑猪、剑阁鸡等地域特色食材，蔬菜类新增高山菜、有机无公害蔬菜和沙拉净菜等
熟食区日清	醒目显示生产日期，当日沽清，不卖隔日
烘焙用料健康安全	奶油选用新西兰安佳淡奶，食材健康，不使用脱氢乙酸钠、代可可脂等添加剂，严格落实“三去”标准；配料干净简单无添加
肉类鲜切 退换货无忧	明档现切，顾客挑好部位后师傅现场切片、装盘、打包，最大程度保证口感 推行“15 天退换模式”；螃蟹现场加工后发现不饱满的可以退换；“不好吃，请告诉我们！”等现场标示主动引导顾客售后退换
当地特色产品	增添土家鲜肉饼、特华得牛肉卷、铭良枣肠等当地特色美食

资料来源：公司公众号，招商证券整理

### 3) 增强差异化：自有品牌及加工品类优势强化，做大做强差异化品类

公司预计将重点发力自有品牌。当前公司调改店陈列的自有品牌约有 30 多支，涵盖休闲食品、米面粮油、家清、酒水饮料、烘焙等多个品类。未来自有品牌将是公司持续发力的重点方向，参考胖东来、山姆会员店等品质零售商，自有品牌占比达到近 30% 左右，预计未来永辉自有品牌仍有较大提升空间。

图 18: 永辉部分自有品牌一览



资料来源：公司门店、招商证券

自有品牌聚焦强化，从泛而小转向大而精，占比明显提升。公司自有品牌思路转变，先前自有品牌数量及 SKU 数均较多较散。当前公司自有品牌学习胖东来思路，追求品质和质价比，同时砍掉了许多效益较差的单品，单品的开发上更为聚焦，当前已出现如咏悦汇精酿啤酒等近亿级的大单品，整体上仅凭借约 30 多支自有品牌(SKU 占比约 0.3%)，实现占比销售额约 7%(部分门店已达到 10%-15%) 的销售表现。

表 8: 永辉调改后门店自有品牌更精简聚焦, 爆款频出, 占比提升

	调改前	调改后门店
自有品牌销售占比	5%以下	约 7% (部分门店 10%-15%)
自有品牌 SKU 数	279 支+	约 30 多支
自有品牌策略	矩阵式多品牌布局: 饒大狮、田趣、优颂、惠相随、辉妈到家、永辉农场等	统一使用永辉优选
表现	更追求性价比 数量多而杂, 缺乏亮点, 单品经济效益差	高品质, 强调质价比而非绝对低价 出现千万级销售的爆款大单品, 如精粮啤酒系列从 5 月上市月均销售额 520 万, 德式小麦啤酒月均 210 万

资料来源: 公司公众号, 公司公告, 招商证券

自有品牌强调高品质、健康, 凸显质价比。自有品牌 SKU 的发展方向依然高度强调品质感, 产品主张包括: ①用材安全健康: 如食品及饮料自有品牌产品, 配方均较为简单, 果汁为例配方仅含压缩果汁; 部分用品如保鲜膜也采用更安全的食品级 PE 塑料。②真材实料: 如烘焙食品品类中, 烘焙品类中的芝士奶酪, 香肠中的肉粒添加量高, 用料扎实。③同价质更高, 同质价更低, 对比同类别产品, 永辉自有品牌不追求绝对低价, 而是凸显质价比; 经对比, 在品质相近时价格更低 (如下图开心果), 在价格相近时品质更高 (如下图保鲜罩)。

图 19: 永辉自有品牌的产品主张: 凸显品质和健康, 不追求绝对低价, 凸显质价比

<p><b>配料简单安全、用料扎实</b></p> <p>亮点: 用料扎实健康, 配料简单添加剂少</p> 	<p><b>同价质更高</b></p> <p>左: 永辉优选食品保鲜罩110只, 10元, 为食品级原料, 加厚材质 右: 新鲜生活食品保鲜罩100只, 9.9元</p> 	<p><b>同质价更低</b></p> <p>左: 永辉优选开心果, 500g 56元, 天虹代工 (与右侧SKU为同一工厂) 右: 天虹牌开心果, 360g 46.8元</p> 
--	---	--

资料来源: 公司门店、招商证券

除自有品牌外, 公司还聚焦烘焙加工等冷鲜短保品类增强差异化能力。长保质期的工业化标品竞争门槛低, 销售渠道分散且价格竞争激烈; 当前公司重点引入烘焙、卤制品、面点炸货等加工短保品类, 低温短保现制品类隔绝了大多数来自线上的竞争, 有利于建立差异化竞争壁垒。目前公司调改门店中烘焙加工品类的销售占比已从先前的低个位数占比提升至约 20%-30%。

烘焙加工品类品质精良, 已成支柱品类, 引流能力出色。公司烘焙加工品类仍突出品质、健康、安全、高质价比的特点; 用料扎实, 食材健康, 不使用代可可脂等添加剂, 品质不输专业烘焙店, 推出后实现海量长销。以贵州调改店为例, 仁怀酒都方圆荟店永辉自有品牌 YHBakery 的榴莲千层蛋糕 3 天总销售额超 6.3 万, 熟食销售额同比增长 3188%。在品质支撑, 叠加一站式购物的便利和品牌背书, 公司烘焙熟食类目前销售占比已接近 1/3, 成为生鲜之外的另一大支柱品类, 差异化品类创造了新的顾客到店理由, 引流能力出色。

图 20: 永辉烘焙加工品类用料健康透明、添加剂少



资料来源: 公司门店、招商证券

## (2) 强化服务: 卖场环境大幅改善, 员工能力及状态提升

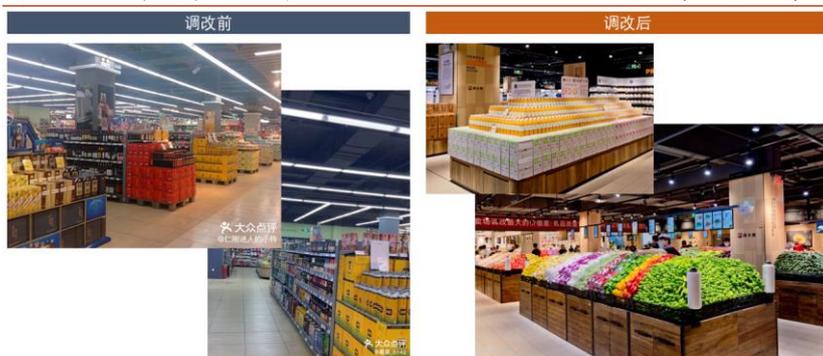
1) 卖场环境提升: 调改过程中卖场环境明显的优化。①卖场整体重新装修翻新, 并对设备进行更换, 卖场整体视觉风格更加时尚清新。②对卖场动线改为开放式动线, 调低货架高度至 1.6 米, 并将顶灯改为射灯, 增加购物的舒适度、自由度及氛围感。③扩大鲜食区及顾客休息区, 增加门店的差异化体验及烟火气。

表 9: 永辉超市调改前后卖场环境变化

环境变化	调改前	调改后	调改效果
动线设计	强制动线	开放式动线	提升购物自由度
通道宽度	过道堆头推广	拓宽卖场通道	提升购物体验
货架高度	2-2.4 米	1.6 米	拓宽视野, 方便商品选择、拿取
设备		全方位的维护保养和更新迭代, 硬件设施更新 50%以上	
灯光	顶灯	射灯	光线更柔和, 更具氛围感和层次感
装修风格		低饱和和灰色系	更柔和时尚, 符合当下审美
鲜食区	较小	扩大, 增加油炸、蒸卤、烘烤等加工经营区域	更具“烟火气”及差异化体验
陈列	简单堆放	美陈, 讲究色彩搭配	氛围更年轻、精致、清新
新风系统	无	加装大型系统	卖场内无异味
顾客休息区	较小	明显扩大	购物更舒适
便民设施	较少	明显增加, 血压仪、母婴室、洗手液、湿纸巾等各类设施用品	服务更齐全

资料来源: 公司公众号, 招商证券整理

图 21: 永辉超市调改前后环境变化: 调改后门店更显精致整洁清新



资料来源: 大众点评, 公司公众号, 招商证券

2) 服务项目增加, 购物舒适度及便捷度提升。公司门店调改后, 细节周到的服务项目明显增加, 服务质量明显提升。一方面店内各类便民设施及用品增加, 周到的考虑到顾客在店内的各类需求, 如店内冻品柜旁的防冻手套、商品旁的放大

镜及湿手器、顾客休息区及休息区的各类便民设施、洗手台的各类用品等。另一方面，围绕商品公司也提供了更多周边服务，如购买水产时的打氧、活鲜的宰杀、肉类的切丝等，除商品销售外提供了更多便捷化增值服务。

表 10: 永辉超市调改店服务项目一览

服务项目	
便民设施	便捷式垃圾桶、母婴室、爱心轮椅等、免费充电区等
自助用品	随处可见的抽纸、湿巾，免费冰袋、直饮水、
洗手台用品	洗手液、护手霜等日用品
休息区用品	洗手池、湿纸巾、直饮水、一次性水杯、血压计、身高体重测量仪、微波炉加热、宠物安置区等
冷冻柜用品	配置了防冻手套，方便顾客拿取商品
肉类柜台	提供切丝、切片、绞肉、剥皮、剔骨等服务，并准备一次性手套方便拿取商品
散装品柜台	额外的重量提示，每个商品 1 斤大约多少个，为顾客提供购买参考
水产区	帝王蟹、波士顿龙虾、罗氏虾等水产品，均可提供清洗、打氧等服务
生鲜区	配备湿手器，方便顾客轻松撕开生鲜袋
店外	为排队顾客准备遮阳棚、矿泉水和小板凳，帮离店的银发族拎重物

资料来源：公司公众号，招商证券

图 22: 永辉门店新增各项服务一览



资料来源：公司门店，招商证券

**3) 员工能力及状态提升:** 为了适配店内更多的服务项目及为消费者提供更好的购物体验，公司调改店员工人数明显增加，据我们统计多数门店单店员工人数从调改前的 90-100 人，增加到 200-300 人，人数增长 1 倍以上。与此同时员工薪资上涨 20%~50%+达到约 600 元~7000 元左右（含社保）。同时在员工福利上，除缴纳五险一金外，员工日均工作时长还限制在 8 小时内，且享有 10 天年假、员工休息室、生日节日福利等多项员工福利。员工是门店服务的载体，公司通过缩短员工工作时长，提升员工薪酬及福利，有助于实现员工更饱满的工作状态，优化消费者的服务体验。

表 11: 永辉超市部分调改店调改前后员工人数及薪资变化

员工人数	员工薪资	员工福利
郑州盛华里店	从 2800 元/月提至 4500 元/月	1) 缴纳五险一金
杭州临平万达店	工资平均上涨约 30%	2) 工作时间平均每日不超过 8 个小时
郑州新郑龙湖锦		3) 增加年假，满一年即有 10 天年假
重庆南坪万达店	一线最低工资 3000 元提至 5000 元+	4) 员工休息室、培训室、更衣室、淋浴房及娱乐设施，提供免费员工餐
深圳卓悦汇店	基层员工月薪调整至 6000 元起	5) 员工实操标准化的培训
福州五四北店		6) 员工生日、节日发放福利卡
福州长乐万星店	员工工资平均提升超 20%	7) 员工提供 9.2 折购物优惠
北京喜隆多店	最低工资从每月 4000 元提至每月 6000 元	
郑州裕华广场店	基层员工工资从增加至 4500 元/月起	
福州公园道店		

西安中贸广场店	部分基层员工薪资增幅不少于 1500
郑州瀚海尚店	从 2800 元增加至 4500 元起
郑州信万广场店	全员涨薪，基层员工涨薪超 1000 元

资料来源：公司公众号，招商证券

随薪资提升，门店可拔高招聘标准，有助于门店招聘到更符合自身用人需求的员工并降低流失率。据杭州龙湖滨江天街店招聘公告，公司给出具备市场竞争力的薪酬标准，同时也对候选人提出更高要求，有助于招聘到更优质的人才。同时根据店内员工人数，可见门店新招员工人数较多，新员工的引入，有助于优化门店员工结构，降低员工平均年龄，推动新服务标准的落地。

表 12: 龙湖滨江天街店招聘公告：新招员工数量较多，薪资总体水平较高

岗位	招聘人	综合薪资	岗位任职要求
店长	1	20000 元	拥有商超经营策略及运营管理能力，有商超同岗位工作经验 3 年以上
生鲜/食用经理	4	10000-14000 元	拥有学习生鲜/食用商品经营策略、运营管理、专项技能等
客服收银经理	2	8000-10000 元	具有较强的组织、协调、沟通、控制、应急、抗压能力，服务意识强
后勤经理(人事/行政/内控)	5	8000-10000 元	具有较强的组织、协调、沟通、控制、抗压能力，服务意识强
小店长	15	8000-10000 元	热爱零售，对数据敏感，有较强的服务意识
合伙人	20	5500-6500 元	热爱零售，熟练使用办公软件
主管	10	5500-6500 元	热爱零售业，有商超后勤部门岗位经验
生鲜技工	10	5300-6300 元	有鱼肉分割、猪肉分割相关经验优先
烘焙/熟食技工	15	5300-6300 元	有烘焙/熟食相关经验优先
烘焙/熟食技师	2	6800-8000 元	有专业技术及酒店西饼房/酒店后厨管理经验
美工	3	5500-7000 元	有较强创作意识，熟练使用设计、剪辑相关软件
食品安全员、维修工	5	5500 元	有较强的服务意识，办公软件熟练操作
生鲜员工、熟食员工、烘焙员工、收银员、客服员工	50	5300 元	有较强的服务意识，办公软件熟练操作
食用员工、内控员、收货员、保洁员、搬运工、厨师	50	5000 元	有较强的服务意识，办公软件熟练操作
小时工	30	22 元/小时起	服务意识强，有固定时间兼职

资料来源：公司门店招聘公告，招商证券

### 3、调改进程：调改店店效显著改善，节奏陆续加快

调改店客流及店效大幅提升，开业半年的调改店店效仍在 100 万+。据公司公众号发布，公司调改店实现客流及销售额的多倍式增长，调改前公司门店日销售额约为 20 万以下，调改后前 3 天门店销售额普遍提升至 140-220 万，实现店效多倍增长。从店效持续性上看，公司 6 月 19 日调改开业的郑州信万广场店，开业已近半年，且在距其 2 公里外新增调改店瀚海尚店的情况下，当前日销额仍然维持在 110 万以上，仍为调改前 6 倍。

表 13: 永辉超市调改门店调改后客流及门店销售表现

改后	所在	门店名称	门店细节	客流	销售额
12.12	杭州	杭州临平万达店	杭州第 2 家	前 4 天：19 万进店客流，支付客流 7.3	前 4 天：日均销 160 万，调改前 4.3 倍
11.28	合肥	合肥方圆荟店	合肥第三家		30 日单日：日均销 220 万+

改后	所在	门店名称	门店细节	客流	销售额
11.29	郑州	郑州新郑龙湖锦	郑州第四家	首日: 支付客流 1.8 万+, 调改前 11.3 倍	前 2 天: 日均销 200 万+
11.29	兰州	兰州中海环宇城			第 2 天: 日均销 180 万+
11.22	沈阳	沈阳沈北吾悦广场店	首店	前 3 天: 进店客流 5 万+, 支付日均客流 1.5 万+, 调改前 4.6 倍	前 3 天: 日均销近 200 万, 调改前 5.4 倍
11.22	西安	西安金地广场店	西安第二家	首日: 支付客流超 1.8 万	前 3 天: 日均销为调改前 4 倍
11.15	重庆	重庆南坪万达店	重庆第一家	前 3 天: 累计 18 万进店客流, 支付客流 4.8 万	前 3 天: 日均销 171 万, 调改前 6 倍
11.8	深圳	深圳卓悦汇店	深圳第一家	前 3 天: 进店客流 10 万+, 支付客流 5 万+, 调改前 4.2 倍	前 3 天: 日均销 183 万, 调改前 8 倍
11.8	福州	福州五四北店	福州第二家	前 3 天: 进店客流 10 万+, 支付客流 5.5 万	前 3 天: 日均销 157 万
10.19	北京	北京喜隆多店	首家	首日: 进店客流 5 万+, 支付客流约 1.4 万	首日: 销售额 170 万, 调改前 6 倍+
10.11	成都	成都成都文华广	首家	前 3 天: 进店客流 8 万+, 支付客流 4 万	前 3 天: 日销 143.7 万, 调改前 7 倍
9.12	福州	福州公园道店	福州第一家	首日: 支付客流 1.35 万, 调改前 7.5 倍	首日: 销售额 110 万+, 调改前 6 倍
9.1	合肥	合肥合肥东风大	安徽首家	首日: 支付客流 1 万+	首日: 销售额 121 万
8.31	西安	西安西安中贸广场店	西安第一家	中秋: 客流 4.2 万+ 前 2 天: 日均客流超 1.4 万, 调改前近 5 倍	中秋: 销售额近 540 万, 此前日销 20 万 前 2 天: 日销 160 万, 调改前 8 倍
8.7	郑州	郑州瀚海尚店	郑州第二家	前 2 周: 调改前 10 倍	前 2 周: 108 万, 调改前 8.2 倍
6.19	郑州	信万广场店	郑州第一家	前 3 月: 日均客流 1 万+, 调改前 5 倍 7 月: 客流 1.3 万	前 3 月: 日销 163 万, 调改前 14.8 倍 7 月: 日均 187 万, 调改前 13.9 倍

资料来源: 公司公众号, 招商证券

**调改店店效大幅提升, 拉动模型盈利明显改善。**据我们调研测算, 公司调改后门店店效、单店毛利额、员工费用及单店盈利均发生明显变化。1) 店效: 单店店效从先前的日均约 18-20 万提升至约 60 万左右; 2) 人工费用: 人工费用变化显著, 一方面员工人数明显从调改前的约 90-100 人增加至 200 人左右; 同时员工工资从约 4000-5000 元/月增长至 6500-7000 元 (含社保); 3) 租金调改前后无明显变化, 部分商场租金降低。4) 折旧摊销: 调改店新增设备装修投入, 约 600-1000 万, 分 5 年摊销; 同时门店原有折旧摊销如未计提完仍将继续计提。5) 其他: 水电费用绝对值增加, 物流等按照固定费用率收取, 费用率不变, 数额增长。6) 净利率: 剔除开业初期的一次性费用计入后, 大部分调门店盈利实现明显改善, 调改后约能达到 3% 左右。

表 14: 永辉超市调改前后单店模型变化

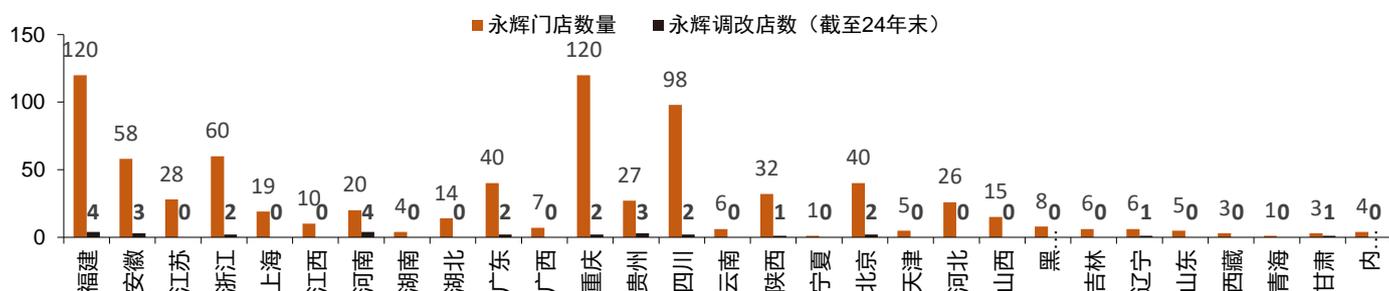
单位: 万	调改前	调改后	备注
日销额	20	60	
月销额	600	1800	
毛利	126	378	
毛利率%	21%	21%	
员工费用	45	154	
员工人数	90	220	调改店人数明显增加
人均工资	0.5	0.7	含社保, 工资增长
员工费用率%	7.5%	8.6%	
租金	43	43	租金不变或下降
租金费用率%	7.2%	2.4%	
水电	20	30	水电费用增长
水电费用率%	3.3%	1.7%	
原有折旧	10	10	
调改投入	0	900	调改投入 600-900 万
新增折旧摊销	0	15	调改投入 5 年摊销

折旧摊销合计	10	25	
折旧摊销费用率%	1.7%	1.4%	
耗材	1	6	调改店耗材增加
耗材费用率%	0.2%	0.3%	
物流费等总部费用	18	54	
总部费率%	3.0%	3.0%	按照固定费用率收取
财务费用	6	18	
财务费用率%	1%	1%	按照固定费用率收取
净利	-7	58	
净利率%	-1.2%	3.2%	

资料来源：公司公告，门店调研，招商证券

调改店数空间大，当前调改节奏加快，预计 2024 年春节前调改 40-50 家，明年调改门店达到 100 家以上。公司当前门店总数为 786 家门店，分布于全国多个省市，预计公司后续将综合考虑永辉在当地的品牌影响力、市占率、特定门店的盈利情况、甲方租金的合理性、甲方是否提供相应支持、周边停车等配套的承载力、属地的营商环境支持等筛选存量店进行调改。公司当前已在郑州、西安、合肥、福州、杭州、成都、北京、深圳、重庆、沈阳、兰州、遵义、广州等 13 个城市完成近 27 家门店的调改。过程中见明显提速，6-8 月由于员工储备不足及缺乏调改经验，月均调改店数大多在 1-2 家，9 月后随着调改流程理顺，月均调改店数逐步提升至 11-12 月的 8-9 家。预计公司 1 月仍将继续调改 10-20 家，在春节前调改门店数达到 40-50 家。视前期调改店表现及公司现金储备，预计公司 2025 年调改门店数将达到 100 家以上。

图 23：公司当前门店总数及调改门店数（未加粗为当前门店总数，加粗数字为调改店数量）



资料来源：公司官网、招商证券

表 15：永辉超市各月调改开业门店数

月份	调改开业门店数	具体门店
6月	1	郑州信万广场店 (6.19)
7月	0	
8月	2	西安中贸广场店 (8.7)、郑州瀚海海尚店 (8.31)
9月	5	合肥东风大道店 (9.1)、福州公园道店 (9.12)、杭州滨江宝龙店 (9.14)、郑州裕华广场店
10月	2	成都文华广场店 (10.11)、北京喜隆多店 (10.19)
11月	9	福州长乐万星店 (11.1)、福州五四北店 (11.8)、深圳卓悦汇购物中心 (11.8)、重庆南坪万达店 (11.15)、沈阳沈北吾悦店 (11.22)、合肥庐阳华润万象汇店 (11.22)、合肥滨湖方圆荟店(11.28)、兰州中海环宇城店 (11.29)、郑州龙湖锦艺城店 (11.29)
12月	8	遵义仁怀酒都方圆荟店 (12.6)、杭州临平万达店 (12.12)、郑州盛华里店 (12.18) 贵阳新世界店 (12.27)、广州南沙万达店 (12.27)、北京房山印象城店 (12.27)、福州大儒世家店 (12.28)、成都爱琴海店(12.28)

月份	调改开业 门店数	具体门店
1月	10-20家	待定
2025E	100家+	待定

资料来源：公司公众号，第一财经，招商证券

## 四、盈利预测及投资建议

品质零售空间广阔，在线下生鲜、烘焙、加工等短保即时品类经营效率及购物体验上优势显著。公司为商超龙头，在生鲜及供应链能力根基扎实，叠加胖东来倾力帮扶输出制度设计及科学方法，名创优品入股也有望在日百品类上注入更多可能。公司调改方向符合零售长期发展逻辑，看好公司品质+服务+信任的发展方向，当前调改落地成效初显，按照明年末调改 180 家店测算，明年收入有望达到 725 亿，给予 1 倍 PS 对应目标价 8 元/股，首次覆盖给予“增持”评级。

表 16：永辉超市收入拆分及盈利预测

亿元，%	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入	492	586	705	849	932	911	901	786	671	725	988
yoy	17%	19%	20%	20%	10%	-2%	-1%	-13%	-15%	8%	36%
净利润（主业）	12	17	10	15	17	-45	-30	-15	-16	-5	14
净利率（主业）	2.5%	2.9%	1.4%	1.7%	1.8%	-4.9%	-3.3%	-1.9%	-2.4%	-0.7%	1.4%
<b>其中调改店收入</b>									<b>15</b>	<b>239</b>	<b>643</b>
门店数									27	180	350
平均门店数									7	104	265
单店店效 亿/年									2.2	2.3	2.4
yoy									0.0%	5.0%	5.0%
利润额 亿									0.1	4.8	19.3
利润率%									1.0%	2.0%	3.0%
<b>其中老店收入</b>									<b>656</b>	<b>486</b>	<b>346</b>
门店数									750	600	400
平均门店数									875	675	500
单店店效									1	1	1
yoy									0%	-4%	-4%
利润额									-16	-10	-5
利润率%									-3%	-2%	-2%

资料来源：公司公告，招商证券，\*注：上表所列为公司主业净利润及净利率，不含营业外收入、投资收益等。

## 五、风险提示

- 1、调改门店数不及预期：**如公司远期调改门店数较少，则将影响公司远期总体收入规模及利润规模。
- 2、调改门店店效不及预期：**如公司调改门店店效随调改店密度提升，或消费者新鲜感下降后明显下降，则将影响公司整体收入及利润规模。
- 3、利润率不及预期：**公司调改门店服务较重，门店员工数量较多，如未能进行较好的成本控制，可能导致公司净利率不及预期。

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	24537	19036	18795	22086	28333
现金	7616	5839	7300	9743	11799
交易性投资	891	736	736	736	736
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	531	422	360	389	530
其它应收款	649	563	480	519	708
存货	10467	8269	7166	7728	10513
其他	4385	3207	2752	2972	4048
<b>非流动资产</b>	37606	33016	32225	31574	31038
长期股权投资	3640	3232	3232	3232	3232
固定资产	4114	3842	3617	3429	3273
无形资产商誉	1341	1054	948	853	768
其他	28511	24889	24428	24060	23765
<b>资产总计</b>	<b>62143</b>	<b>52052</b>	<b>51020</b>	<b>53660</b>	<b>59372</b>
<b>流动负债</b>	29067	24727	25216	28290	32827
短期借款	6528	5130	9433	11472	10880
应付账款	12155	9816	8507	9174	12480
预收账款	5023	4957	4296	4633	6302
其他	5360	4824	2980	3011	3166
<b>长期负债</b>	25419	21390	21380	21370	21360
长期借款	2070	350	340	330	320
其他	23349	21040	21040	21040	21040
<b>负债合计</b>	<b>54486</b>	<b>46117</b>	<b>46596</b>	<b>49660</b>	<b>54188</b>
股本	9075	9075	9075	9075	9075
资本公积金	4029	3827	3827	3827	3827
留存收益	(5638)	(6963)	(8333)	(8718)	(7644)
少数股东权益	191	(4)	(144)	(184)	(74)
归属于母公司所有者权益	7466	5939	4568	4184	5258
<b>负债及权益合计</b>	<b>62143</b>	<b>52052</b>	<b>51020</b>	<b>53660</b>	<b>59372</b>

现金流量表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	5864	4569	303	2208	4472
净利润	(3000)	(1465)	(1511)	(424)	1184
折旧摊销	1796	1597	1216	1075	960
财务费用	1554	1280	1274	1372	1389
投资收益	105	(396)	(345)	0	0
营运资金变动	5658	3479	(325)	184	930
其它	(249)	74	(5)	1	9
<b>投资活动现金流</b>	(87)	256	(78)	(423)	(423)
资本支出	(1204)	(671)	(423)	(423)	(423)
其他投资	1116	928	345	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	(6982)	(6572)	1236	658	(1992)
借款变动	(3289)	(2790)	2510	2030	(602)
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	(248)	(202)	0	0	0
股利分配	(182)	0	0	0	0
其他	(3264)	(3580)	(1274)	(1372)	(1389)
<b>现金净增加额</b>	<b>(1205)</b>	<b>(1747)</b>	<b>1461</b>	<b>2442</b>	<b>2057</b>

利润表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>营业总收入</b>	90091	78642	67110	72509	98836
营业成本	72361	61940	53681	57887	78747
营业税金及附加	204	218	186	201	274
营业费用	15850	14680	11713	11803	14644
管理费用	2046	1887	1610	1740	2372
研发费用	482	318	272	0	0
财务费用	1538	1323	1274	1372	1389
资产减值损失	(419)	(257)	(300)	0	0
公允价值变动收益	(595)	(76)	(218)	0	0
其他收益	212	186	180	0	0
投资收益	(105)	396	383	0	0
<b>营业利润</b>	<b>(3298)</b>	<b>(1476)</b>	<b>(1581)</b>	<b>(494)</b>	<b>1410</b>
营业外收入	332	282	250	250	250
营业外支出	253	167	180	180	180
<b>利润总额</b>	<b>(3218)</b>	<b>(1361)</b>	<b>(1511)</b>	<b>(424)</b>	<b>1480</b>
所得税	(219)	103	0	0	296
少数股东损益	(237)	(136)	(140)	(39)	110
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>(2763)</b>	<b>(1329)</b>	<b>(1371)</b>	<b>(385)</b>	<b>1074</b>

主要财务比率

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>年成长率</b>					
营业总收入	-1%	-13%	-15%	8%	36%
营业利润	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
归母净利润	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
<b>获利能力</b>					
毛利率	19.7%	21.2%	20.0%	20.2%	20.3%
净利率	-3.1%	-1.7%	-2.0%	-0.5%	1.1%
ROE	-30.5%	-19.8%	-26.1%	-8.8%	22.8%
ROIC	-7.5%	-1.0%	-2.2%	5.8%	13.9%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	87.7%	88.6%	91.3%	92.5%	91.3%
净负债比率	17.1%	14.0%	19.2%	22.0%	18.9%
流动比率	0.8	0.8	0.7	0.8	0.9
速动比率	0.5	0.4	0.5	0.5	0.5
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.4	1.4	1.3	1.4	1.7
存货周转率	6.8	6.6	7.0	7.8	8.6
应收账款周转率	179.0	165.0	172.0	194.0	215.0
应付账款周转率	5.9	5.6	5.9	6.5	7.3
<b>每股资料(元)</b>					
EPS	-0.30	-0.15	-0.15	-0.04	0.12
每股经营净现金	0.65	0.50	0.03	0.24	0.49
每股净资产	0.82	0.65	0.50	0.46	0.58
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>估值比率</b>					
PE	N/A	N/A	N/A	N/A	57.5
PB	8.3	10.4	13.5	14.8	11.8
EV/EBITDA	-109.1	186.0	111.1	51.7	26.9

资料来源：公司数据、招商证券

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。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中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，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；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

### 股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。