

# 永辉超市 (601933.SH)

## 买入 (首次评级)

### 穿越零售风暴，打造顾客至上的新体验

#### 投资要点：

##### 国内生鲜龙头超市，实现全渠道布局

永辉超市是一家全国性的生鲜龙头超市，现已逐渐实现线上线下全渠道融合。公司成立于2001年，2010年在A股上市，其主营业务为通过线下门店端+线上出售精选商品，主要产品为生鲜及加工、食品用品等。以“绿色、人文、科技”为经营理念，为满足用户需求，提供安全、健康、高性价比的生鲜产品。永辉超市拥有丰富的线下门店资源，是公司的核心经营壁垒之一。永辉超市门店覆盖了全国主要省份和地区。截至2024年6月30日，永辉超市进入全国29个省份，已开业的门店数量达943家，已签约未开业门店达86家，储备面积65.53万平方米。

##### 逆境中探索出路，战略转型取得阶段性进展

2024年以来，业绩下滑、陷入经营困境的永辉超市通过胖东来帮扶和自身学习胖东来两种模式，在全国多地对门店进行调改，包括调整商品结构、卖场布局、提升服务及员工待遇等，调改后的门店在品质、销售额和客流上均有较大提高。2024年9月23日，名创优品宣布，拟以62.7亿元现金，收购永辉超市29.4%的股份；交易完成后名创优品将成为永辉超市第一大股东。

##### 供应链优化提效率，商品力调优稳收入

2024H1永辉超市供应链重点推进组织、制度、流程调优，提升各环节运作效率；不断调优商品结构，优化源头采购，提升商品力。公司持续优化产品结构，进一步提升商品引入效率，24H1永辉超市新品数20276支，淘汰22480支，新品引入率22.5%，淘汰率24.9%。永辉未来将持续加强商品力建设和品控管理，改进现有品类经营管理思路与流程。

##### 源头直采建立垂直供零关系，自有品牌更具价格竞争力

24H1永辉自有品牌实现销售额12.8亿元，占营业收入3.4%。公司通过线上线下渠道积极推进，增加自有产品的曝光率和成交率。在自有品牌的运营方面，永辉基于提质增效的双方向，以三大业务主线推动业务增长，依靠供应链新模式建立商品力和品牌力。永辉通过源头直采，建立更垂直的供零关系，减少中间冗杂环节，让自有品牌在市场竞争中更具价格优势。

##### 盈利预测与投资建议

我们预计公司2024-2026年收入为688.87/768.60/837.66亿元，增速分别为-12%、12%、9%，归母净利润为-2.47/3.58/6.87亿元，增速分别为81%、245%、92%，对应EPS分别为-0.03元、0.04元、0.08元。由于家家悦、重庆百货、红旗连锁三家龙头上市公司主营业务均为连锁超市、日用百货等，且三家公司在各地域都是龙头超市企业，与永辉超市在业务上存在很大程度相似性，在行业内具有可比性，选取家家悦、重庆百货、红旗连锁作为可比公司。因永辉超市在积极调改和后续与名创优品的合作上大有可为，采取PS估值法，可比公司24-26年的平均PS为0.68/0.65/0.63，永辉超市24-26年的PS为0.90/0.80/0.74，首次覆盖并给予“买入”评级。

##### 风险提示

调改成效不及预期；人力、租金成本大幅提升；拓店不及预期；行业竞争明显加剧。

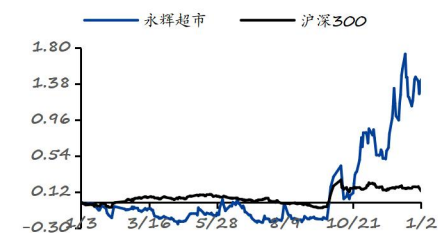
财务数据和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	90,091	78,642	68,887	76,860	83,766
增长率	-1%	-13%	-12%	12%	9%
归母净利润（百万元）	-2,763	-1,329	-247	358	687
增长率	30%	52%	81%	245%	92%
EPS（元/股）	-0.30	-0.15	-0.03	0.04	0.08
市盈率（P/E）	-22.3	-46.4	-249.6	172.2	89.8
市净率（P/B）	8.3	10.4	10.9	10.2	9.2

数据来源：公司公告、华福证券研究所

#### 基本数据

日期	2025-01-02
收盘价:	6.80元
总股本/流通股本(百万股)	9,075.04/9,075.04
流通A股市值(百万元)	61,710.25
每股净资产(元)	0.64
资产负债率(%)	87.14
一年内最高/最低价(元)	7.87/2.08

#### 一年内股价相对走势



#### 团队成员

分析师：赵雅楠(S0210524050007)  
 zyn30541@hfzq.com.cn  
 分析师：高兴(S0210522110002)  
 GX3970@hfzq.com.cn

#### 相关报告



## 正文目录

1 永辉超市：国内生鲜龙头超市，实现全渠道布局	3
1.1 公司业务：食品和生鲜为主要业务，占比不断提升	3
1.2 公司发展历程：多年来稳健发展，不断探索新模式	4
1.3 公司股权结构：名创优品预计将成为第一大股东	5
1.4 公司财务分析：面对市场压力积极调整	6
2 携手行业优质企业，永辉拥抱新零售	7
2.1 永辉携手胖东来，门店调改成效显著	7
2.2 深化供应链改革，持续优化品类结构	11
2.3 永辉科技驱动业务发展，数字化建设变革新零售	12
3 盈利预测与投资建议	14
3.1 盈利预测	14
3.2 投资建议	16
4 风险提示	16

## 图表目录

图表 1：永辉超市业务构成（亿元）	3
图表 2：食品用品营业收入占比	3
图表 3：生鲜及加工营业收入占比	3
图表 4：2000-2024 上半年永辉在全国的门店总数变化（家）	4
图表 5：永辉超市上市于 2010 年，近年面临调改创新	5
图表 6：名创优品入股前后各方持有公司股份变动情况	5
图表 7：名创优品入股后股权结构图	6
图表 8：永辉的营业收入近年呈现下降的趋势（亿元）	6
图表 9：永辉的净利润近年来亏损（亿元）	6
图表 10：生鲜产品的毛利率低，但有引流的重要作用	7
图表 11：永辉超市 2024 自主调改待开业和已开业门店名单	7
图表 12：永辉超市全国首批调改门店拟开业名单	7
图表 13：西安中贸广场店门店调改效果	9
图表 14：西安中贸广场店门店调改效果	9
图表 15：福州公园道店门店调改效果	10
图表 16：福州公园道店门店调改效果	10
图表 17：成都文华广场店门店调改效果	10
图表 18：成都文华广场店门店调改效果	10
图表 19：北京喜隆多店门店调改效果	11
图表 20：北京喜隆多店门店调改效果	11
图表 21：永辉自有品牌	12
图表 22：2020-2024H1 永辉自有品牌销售额和增速（亿元）	12
图表 23：2020-2024H1 永辉自有品牌销售额占营业收入比重	12
图表 24：2020-2024H1 永辉生活自营到家业务覆盖门店（家）	13
图表 25：2021-2024H1 第三方平台到家业务覆盖门店数（家）	13
图表 26：2020-2024H1 永辉超市线上业务收入和增速（亿元）	13
图表 27：2020-2024H1 永辉生活自营到家业务销售额和增速（亿元）	13
图表 28：永辉生活日均单量（万）	14
图表 29：永辉生活月平均复购率	14
图表 30：公司业绩拆分预测表	15
图表 31：可比公司估值表	16
图表 32：财务预测摘要	18



## 1 永辉超市：国内生鲜龙头超市，实现全渠道布局

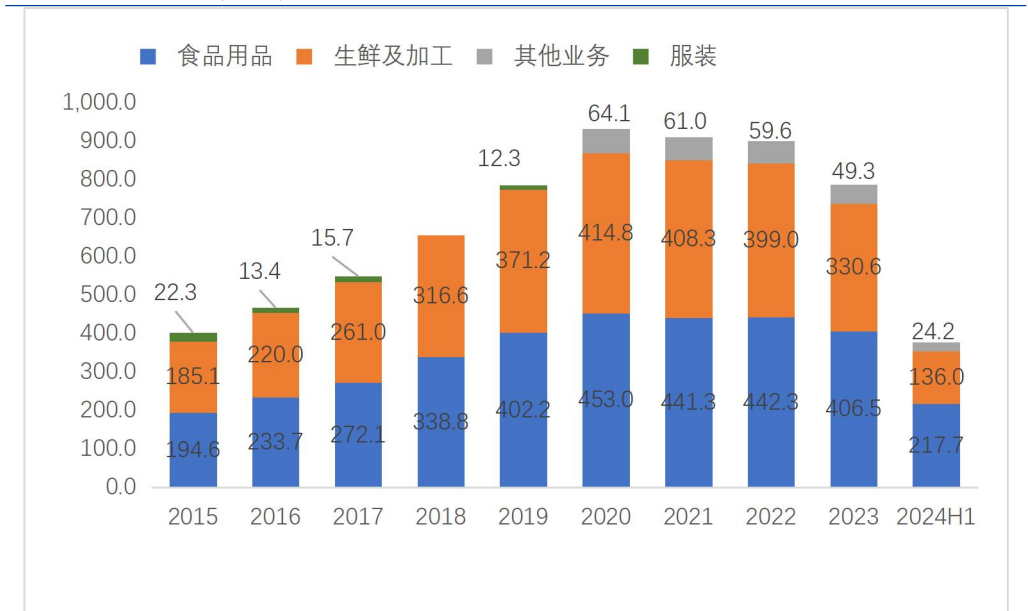
永辉超市是一家全国性的生鲜龙头超市，现已逐渐实现线上线下全渠道融合。公司成立于2001年，2010年在A股上市，其主营业务为通过线下门店端+线上出售精选商品，主要产品为生鲜及加工、食品用品等。以“绿色、人文、科技”为经营理念，为满足用户需求，提供安全、健康、高性价比的生鲜产品。

### 1.1 公司业务：食品和生鲜为主要业务，占比不断提升

食品用品和生鲜是两大业务板块。2024年上半年，食品用品和生鲜业务的业务收入分别为217.7亿元和136.0亿元，分别占公司总营业收入的57.6%和36%。

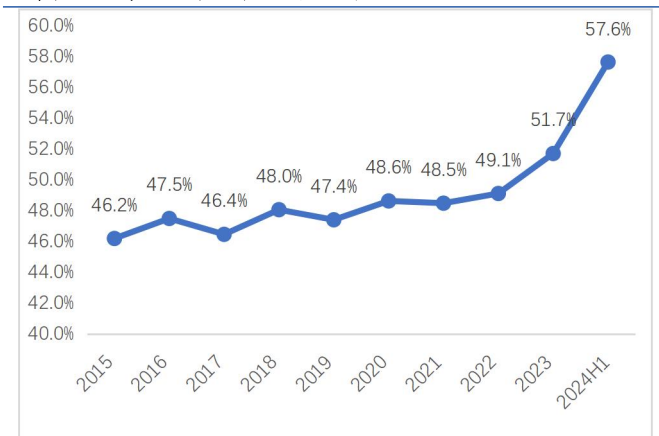
近两年，食品用品业务收入占比有增大趋势。2015-2022年间，食品收入的营业收入占比在46%-50%波动，生鲜业务的营业收入占比在43%-45%波动。而在2023年，食品用品业务收入占比首次突破50%，在2024上半年已达57.6%。

图表 1：永辉超市业务构成（亿元）



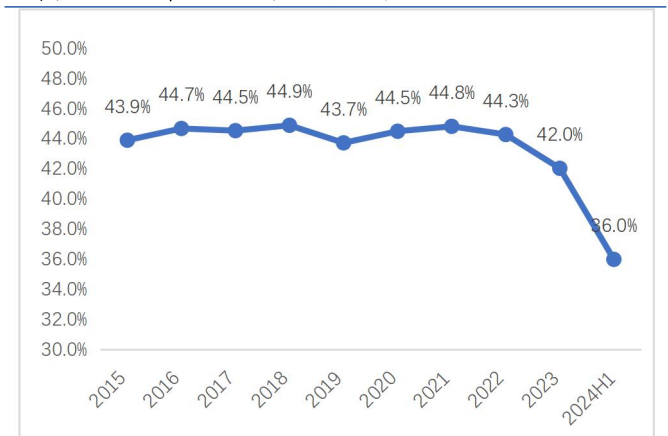
数据来源：iFind，永辉超市年报/半年报，华福证券研究所

图表 2：食品用品营业收入占比



源：iFind，永辉超市年报/半年报，华福证券研究所

图表 3：生鲜及加工营业收入占比



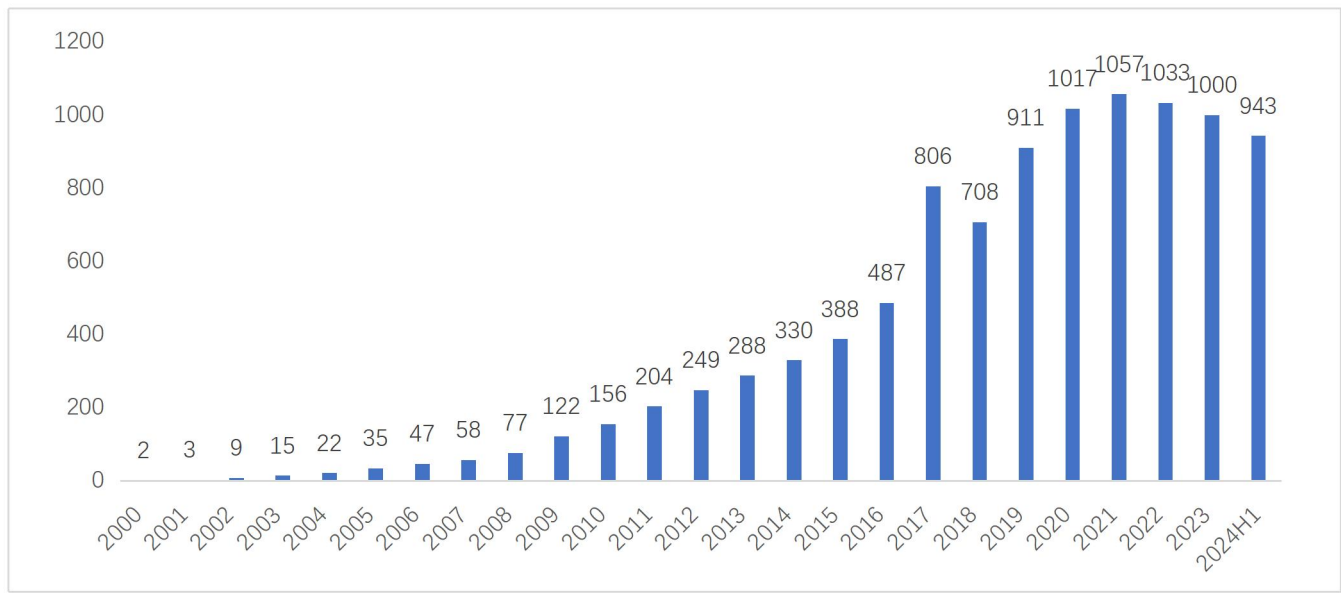
数据来源：iFind，永辉超市年报/半年报，华福证券研究所



永辉超市拥有丰富的线下门店资源，是公司的核心经营壁垒之一。永辉超市门

店覆盖了全国主要省份和地区。

图表 4：2000-2024 上半年永辉在全国的门店总数变化（家）



数据来源：永辉超市年报/半年报，永辉超市招股书，永辉超市官网，华福证券研究所

## 1.2 公司发展历程：多年来稳健发展，不断探索新模式

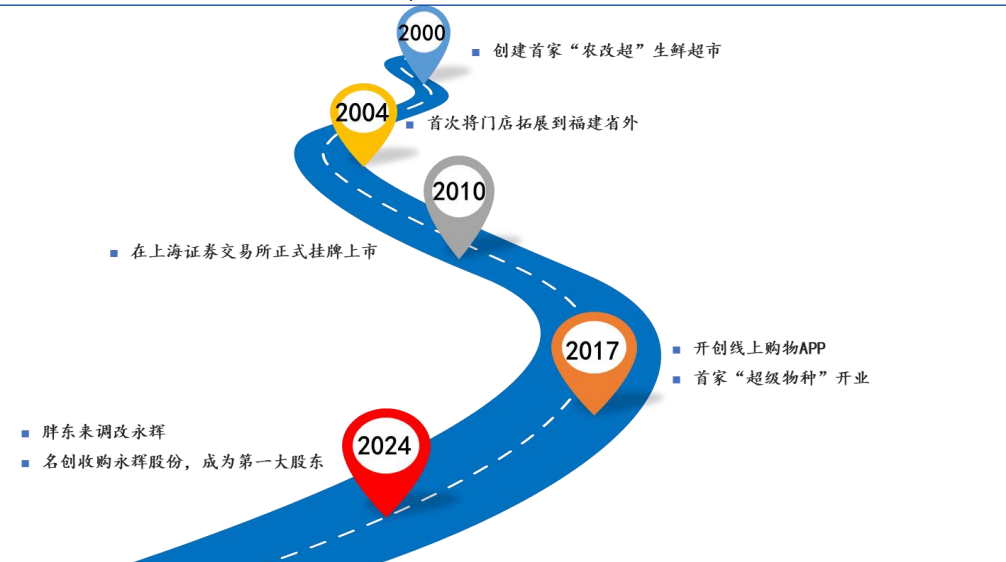
**1995-1999 年：创业起步。**1995 年，创始人在福州开办了一家 100 平方米的“古乐微利超市”，以薄利多销为战略。1998 年 8 月，福州市火车站永辉超市开张，首次以“永辉”命名。

**2000-2004 年：农改超起步，不断创新探索。**2000 年，创建首家“农改超”生鲜超市——永辉生鲜超市（福州屏西店）。2001 年，开设第一家货仓超市和第一家“生鲜食品超市”，成立福州永辉超市有限公司。2002 年，开设第一家折扣店。2004 年 12 月，永辉门店总数达到 50 家，首次将门店拓展到福建省外——重庆。

**2005-2015 年：全国扩张与上市。**以进入重庆为标志，永辉开始全国扩张，开业门店数量不断增加，区域覆盖范围逐步扩大。2010 年 12 月 15 日，在上海证券交易所正式挂牌上市。

**2016-2023 年：持续探索新模式。**2017 年，创立线上购物 app，定义新零售，布局超级物种对标盒马鲜生，进入大规模扩张阶段。

图表 5：永辉超市上市于 2010 年，近年面临调改创新



数据来源：永辉超市官网、永辉超市年报、永辉超市公告、华福证券研究所

**2024 年初至今：逆境中探索出路。**2024 年以来，业绩下滑、陷入经营困境的永辉超市通过胖东来帮扶和自身学习胖东来两种模式，在全国多地对门店进行调改，包括调整商品结构、卖场布局、提升服务及员工待遇等，调改后的门店在品质、销售额和客流上均有较大提高。2024 年 9 月 23 日，名创优品宣布，拟以 62.7 亿元现金，收购永辉超市 29.4% 的股份；交易完成后名创优品将成为永辉超市第一大股东。

图表 6：名创优品入股前后各方持有公司股份变动情况

股东名称	本次权益变动前		本次权益变动后	
	持股数量（股）	持股比例	持股数量（股）	持股比例
牛奶公司	1,913,135,376	21.08%	-	-
京东世贸	633,658,197	6.98%	266,431,001	2.94%
宿迁涵邦	387,772,804	4.27%	-	-
骏才国际	-	-	2,668,135,376	29.40%

数据来源：永辉超市公告，华福证券研究所

### 1.3 公司股权结构：名创优品预计将成为第一大股东

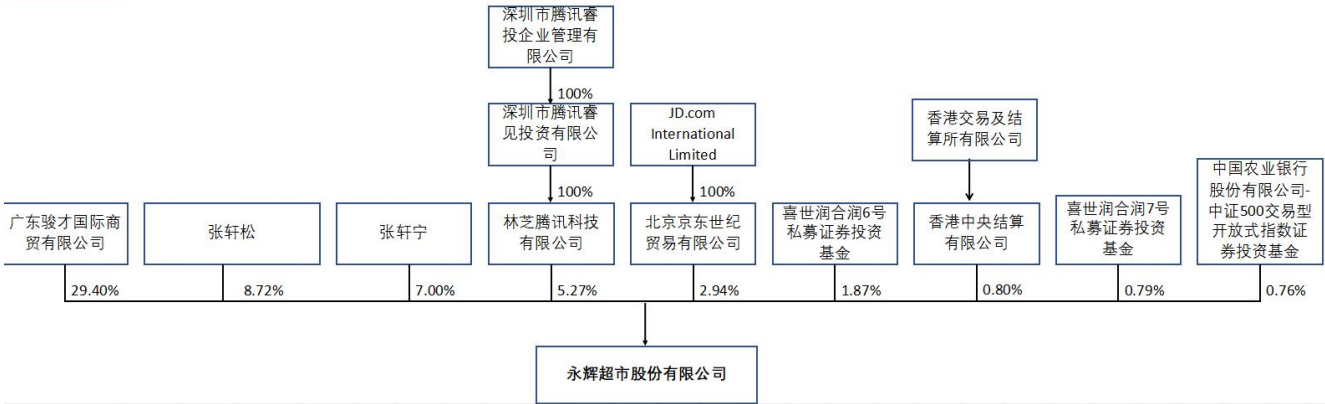
名创优品预计将成为第一大股东。2024 年 9 月 23 日，名创优品宣布，拟以 62.7 亿元现金，收购永辉超市 29.4% 的股份；交易完成后名创优品将成为永辉超市第一大股东。

骏才国际是名创优品的全资附属子公司。名创优品在供应链管理和产品设计方面有一定优势，而永辉超市拥有广泛的线下门店网络和丰富的零售运营经验。名创的加入，有望帮助永辉提升管理经营效率。

张轩松、张轩宁为公司创始人。张轩松目前担任公司董事长，与张轩宁为兄弟关系，目前两人间无一致行动协议。

公司同时拥有腾讯、京东的入股投资。林芝腾讯科技有限公司股东为腾讯产业基金，股东为四位腾讯高管。北京京东世纪贸易有限公司最终受益方为京东。

图表 7：名创优品入股后股权结构图

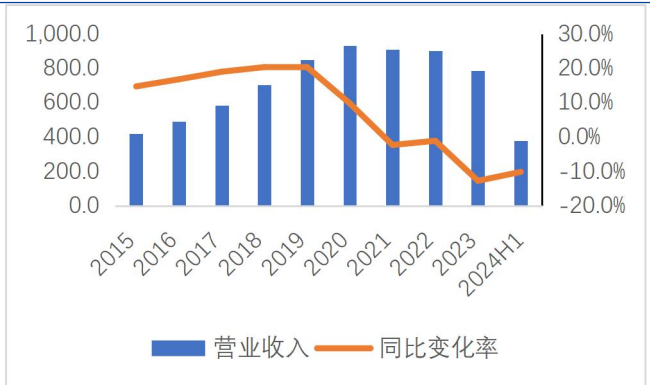


数据来源：iFind，企洞察，永辉超市公告，华福证券研究所  
注：iFind、天眼查等还未更新最新的股权结构情况，该图根据公司公告自制

1.4 公司财务分析：面对市场压力积极调整

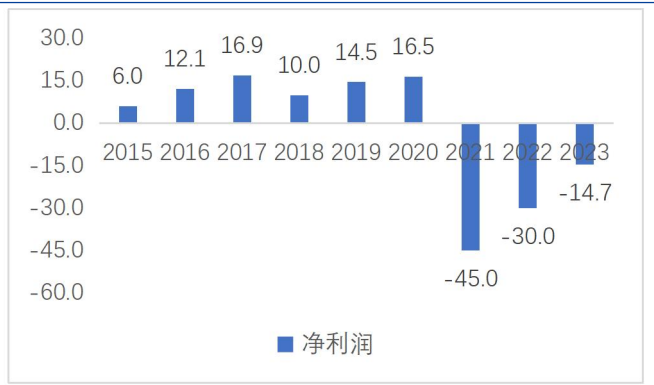
永辉超市积极应对市场压力。2021年永辉的营收为910.62亿元，开始出现下降，主要原因来自市场竞争及电商冲击，成本压力也使利润承压。但永辉超市目前正积极调整，如优化供应链、提升数字化水平等，并且名创优品成为第一大股东后预计带来协同作用，未来有望改善经营状况。

图表 8：永辉的营业收入近年呈现下降的趋势（亿元）



数据来源：iFind，永辉超市年报/半年报，华福证券研究所

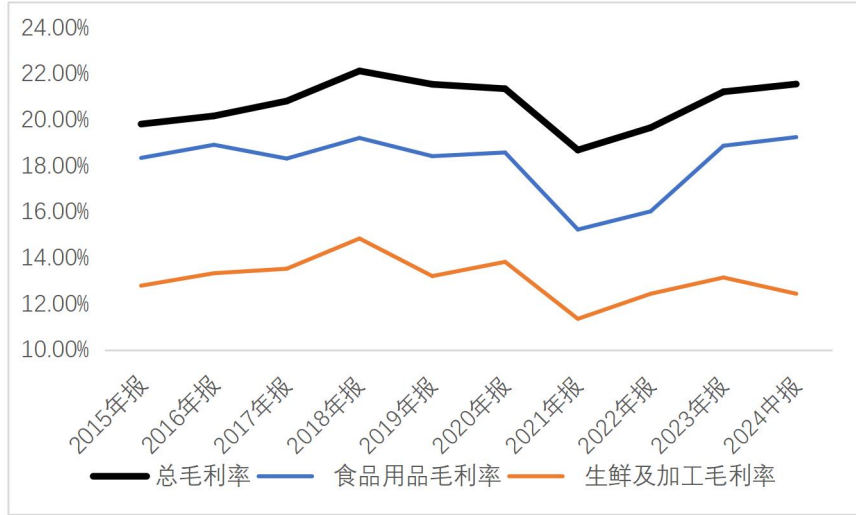
图表 9：永辉的净利润近年来亏损（亿元）



数据来源：iFind，永辉超市年报/半年报，华福证券研究所

生鲜产品的毛利率相对于超市其他品类更低。从往年数据看，食品用品的毛利率基本在16%-20%区间波动，而永辉在其他业务的毛利率更是高达90%以上。而生鲜产品的毛利率基本处在11%-14%区间。这主要是因为其产品品种丰富、分散且非标准化、损耗率高、要求周转快速的特点。

图表 10: 生鲜产品的毛利率低, 但有引流的重要作用



数据来源: iFind, 永辉超市公告, 华福证券研究所

生鲜产品对超市引流有重要作用。超市需要大量线下人流, 才可能通过各种转化手段变成销售收入。而生鲜的集客能力是最强的, 因为中国人有频繁购买生鲜的习惯。因此无论对于实体店还是电商, 都是超级流量的入口。

## 2 携手行业优质企业, 永辉拥抱新零售

### 2.1 永辉携手胖东来, 门店调改成效显著

永辉学习胖东来模式, 提高核心竞争力: 公司主动向优秀同行学习, 希望从用户体验出发, 以商品、场景、服务 3 个维度为切入点, 深耕商品品质和服务, 为消费者提供更优质的商品和更好的体验。永辉与胖东来合作进行门店改造, 调改细节包括卖场规划、商品结构、供应链、卖场服务以及员工薪酬等, 且胖东来的部分产品将在永辉上架。

图表 11: 永辉超市 2024 自主调改待开业和已开业门店名单



数据来源: 永辉超市官网、华福证券研究所

图表 12: 永辉超市全国首批调改门店拟开业名单

永辉超市首批学习胖东来自主调改门店计划

序号	城市	门店名称	开业日期
1	西安	中贸广场店	已开业
2	福州	奥体中心店	待定
3	福州	公园道店	9月12日
4	重庆	南坪万达店	待定
5	北京	喜隆多店	待定
6	成都	文华广场店	9月28日
7	合肥	东风大道店	已开业
8	杭州	滨江宝龙店	9月14日
9	贵阳	世纪金源店	待定
10	深圳	卓悦汇购物中心店	待定
11	沈阳	沈北吾悦店	待定

数据来源: 永辉超市官网、华福证券研究所



**胖东来调改首店首日营收超预期：**2024年6月19日，胖东来调改后的永辉首店郑州信万广场店恢复营业首日销售达188万，约为调改前平均日销的13.9倍；当日客流超1.2万人，约为调改前日均客流的5.3倍，永辉门店调改成效显著。作为永辉超市首家胖东来调改店，门店对商品结构、动线布局、设备设施、专业能力和员工福利方面等多方面进行优化升级，旨在提升员工的归属感和凝聚力，优化商品品质和服务，为客户提供更省心、更放心的购物体验。

**(1) 商品结构：**下架单品数10841个，下架比81.3%。重新规划单品数12581个，新增单品占比80%，梳理后商品结构达到胖东来商品结构的90%以上。

**(2) 动线布局：**取消强制动线，拓宽卖场通道，确保卖场动线流畅为顾客提供方便舒适的购物环境。新增烟酒柜、顾客休息区、扩大烘焙区、现场加工、熟食区取消原有外租区域和电商经营。

**(3) 设备设施：**为确保商品品质，新增日配冷链，对原有设备进行了全方位的维护保养和更新迭代。根据布局调整，新增生鲜、散称杂粮、卖场端架等设备设施，整体硬件设施更新占比达到45%。

**(4) 专业能力：**共进行大小近30场培训分享，涵盖文化理念、服务、经营管理、设备维护、消防安全等，并安排各岗位人员多批次到许昌胖东来驻店学习。

**(5) 员工福利：**员工工资从2500元/月提升至4500元/月，工作时间平均每日不超过8个小时，增加年休假，满一年即可享受10天年休假。

**学习胖东来经验，自主调改门店，供应链改革同步启动。**永辉超市首批学习胖东来自主调改店在10个城市率先启动，包括西安、合肥、杭州、福州、成都、贵阳、重庆、北京、深圳、沈阳，其中福州将有2家门店首批进行调改。自主调改具备灵活性和创新性，门店可根据实际情况调整经营策略，实现差异化竞争。此外，永辉供应链也同步启动变革，学习胖东来的先进经验，开发永辉优选玉米油5L、永辉优选洁面柔巾60抽、永辉优选酵素洗衣液3kg、永辉优选草莓水果燕麦脆320g、永辉优选台式香肠480g等永辉自有品牌产品。

**胖东来经验与永辉特色相结合，门店全方位调整升级。**永辉此次自主调改在学习胖东来经验的基础上，根据超市的经营情况，针对商品结构、品质、价格、卖场布局动线、环境、服务及员工待遇等方面进行全面调整。门店坚持品质优先、价格合理，不做任何促销活动，真诚服务顾客和社会，提供优质购物体验。

**西安中贸广场店：**8月31日恢复营业，营业两日日均销售额160万元，日均客流超1.4万人。**1) 商品：**保障民生需求为核心，补充商品功能，保留一线品牌，优选特色、质量可靠的商品，梳理后商品结构达到接近胖东来商品结构的90%。**2) 价**





**格：**优化采购渠道，过滤商品价格，保证实实在在的商品定价以及合理利润。**3) 环境：**参考此前河南调改店的标准，调改卖场布局，增加收银区，取消原有强制动线，扩大鲜食区域，设置多处便民服务区，提供安全、方便、舒适的购物环境。**4) 员工福利：**门店缩短营业时间，保证员工工作时间平均每日不超过 8 个小时；提高员工薪资，增加员工休假，在生日、节日发放福利卡等。

图表 13：西安中贸广场店门店调改效果



数据来源：永辉超市官网、华福证券研究所

图表 14：西安中贸广场店门店调改效果



数据来源：永辉超市官网、华福证券研究所

**福州公园道店：**9月12日恢复营业，首日进店客流量约 1.3 万人，销售额突破 110 万，较调改前日均销售额增长约 5 倍，日均客流增长约 6.5 倍。**1) 商品：**永辉供应链重新梳理品类结构，原有 10000+ 单品下架近 80%，新更换的单品主以品质、健康、年轻为主，引入网红商品，其中胖东来自营商品约 20 款。**2) 价格：**商品优质优价，不做价格促销活动，推行 15 天退换模式。**3) 环境：**取消强制动线，优化室内灯光，小型美陈搭配商品陈列，氛围更显时尚清新；加装大型新风系统，对干货进行包装加冷藏处理，避免生鲜和干货气味影响购物体验。**4) 服务：**门店服务人员由 90 人增加至 200 人，人工收银台由 14 个增加至 20 个，配有 11 台自主收银机，减少顾客排队时长。



图表 15: 福州公园道店门店调改效果



数据来源: 永辉超市官网、华福证券研究所

图表 16: 福州公园道店门店调改效果



数据来源: 永辉超市官网、华福证券研究所

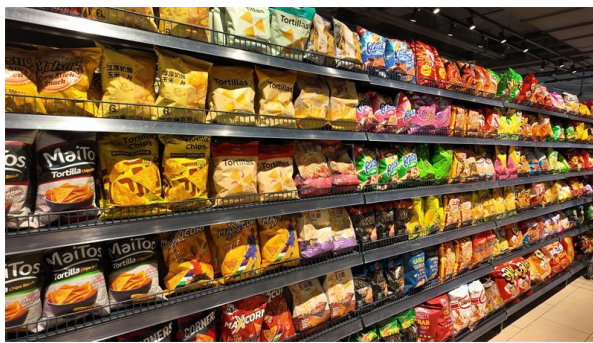
**成都文华广场店:** 10月11日恢复营业。1) **商品:** 原有商品数约1.58万支, 下架单品数超1万支, 下架比达到64%, 重新规划单品数8388支, 调整后商品结构接近胖东来的90%, 保留一二线品牌和四川本地地标性特色产品。2) **服务:** 设置便民服务区、休息区, 推出母婴室和宠物寄存柜; 500-1000个停车位可免费使用两小时, 增设电瓶车停放处。3) **员工福利:** 营业时长缩短为9:30-21:30, 员工工资提升至5000元起, 日均工作时间不超过8小时, 工作环境全面升级改造。

图表 17: 成都文华广场店门店调改效果



数据来源: 永辉超市官网、华福证券研究所

图表 18: 成都文华广场店门店调改效果



数据来源: 永辉超市官网、华福证券研究所

**北京喜隆多店:** 10月20日恢复营业首日支付客流约1.4万人次, 进店客流量超5万人, 单日销售总额达到170万元, 超过调改前日均销售的6倍。1) **商品:** 门店下架11430个单品, 下架比例79%, 重新规划单品数12765个, 新增单品占比76.2%, 扩充时尚商品品类, 新增绿色健康商品。2) **环境:** 卖场拓宽原有购物通道, 采用开放式动线; 灰黑橙色彩搭配符合时下审美。3) **服务:** 增设便民服务区、休息区、免费充电区, 推出母婴室和宠物寄存柜。4) **员工福利:** 最低工资从4000元提升至6000

元每月，一线员工工资提升超 20%；升级工作环境，缩短营业时间，增加年休假。

图表 19：北京喜隆多店门店调改效果



数据来源：永辉超市官网、华福证券研究所

图表 20：北京喜隆多店门店调改效果



数据来源：永辉超市官网、华福证券研究所

## 2.2 深化供应链改革，持续优化品类结构

**供应链优化提效率，商品力调优稳收入：**2024H1 永辉超市供应链重点推进组织、制度、流程调优，提升各环节运作效率；不断调优商品结构，优化源头采购，提升商品力。公司持续优化产品结构，进一步提升商品引入效率，24H1 永辉超市新品数 20276 支，淘汰 22480 支，新品引入率 22.5%，淘汰率 24.9%。永辉未来将持续加强商品力建设和品控管理，改进现有品类经营管理思路与流程。

**品类结构持续调整，商品更新科学高效。**永辉优化调整产品结构，引入大量网红商品和趋势性商品，如阿华田的夹心饼干、汉口二厂的橘子汽水、莫小仙的速食面、瑞幸咖啡的冷萃咖啡液等；同时永辉超市基于阳光供应链准则，首次进入永辉系统的新品将有 6 个月试销期，期间永辉超市买手团队会根据商品的销售毛利率、库存周转率、渗透率等指标综合分析商品的产出情况，达到标准后的商品进入永辉正常的销售货架中；此外，永辉也优化商品更新逻辑，依靠其自研的全链路零售数字化系统 YHDOS，永辉超市能依据商品标签及关键指标，对标签重复或在品类中表现不佳商品进行系统自动淘汰，最大程度减少人为操作，提高商品更新的效率及合理性，逐步实现商品力调优。

**永辉持续打造生鲜大单品，全球布局生鲜直采供应链：**永辉超市坚持以生鲜为基础、以客户为中心，持续推进“生鲜全球化源头直采”战略，搭建海外供应链资源网，强化头部企业合作。截至 24 年 6 月，永辉生鲜全球直采供应链已覆盖超 23 个国家，产品 SKU 数近 500 支，包括水果、干货、水产、肉禽等多个品类。永辉超市将持续推动完善海外生鲜直采布局，扩大全球直采的供应链优势，打造立体化的生鲜供应链体系，为消费者提供安全、健康、高性价比的商品。

**源头直采建立垂直供零关系，自有品牌更具价格竞争力：**24H1 永辉自有品牌实



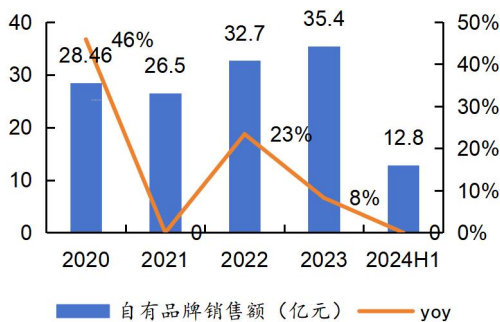
现销售额 12.8 亿元，占营业收入 3.4%。公司通过线上线下渠道积极推进，增加自有产品的曝光率和成交率。在自有品牌的运营方面，永辉基于提质增效的双方向，以三大业务主线推动业务增长，依靠供应链新模式建立商品力和品牌力。永辉通过源头直采，建立更垂直的供需关系，减少中间冗杂环节，让自有品牌在市场竞争中更具价格优势。针对头部品牌，永辉联合品牌方针对消费者需求打造定制产品，将上下游关系转化为合作品牌关系。针对自主研发的产品，永辉持续对馋大狮、田趣等品牌进行市场化运营，面向永辉渠道内部和外部市场销售。

图表 21：永辉自有品牌



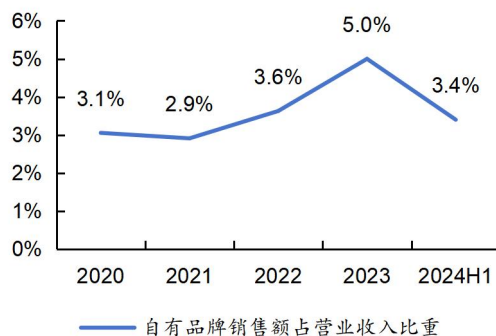
数据来源：永辉自有品牌公众号，华福证券研究所

图表 22：2020-2024H1 永辉自有品牌销售额和增速（亿元）



数据来源：永辉超市年报/半年报、华福证券研究所

图表 23：2020-2024H1 永辉自有品牌销售额占营业收入比重



数据来源：永辉超市年报/半年报、华福证券研究所

### 2.3 永辉科技驱动业务发展，数字化建设变革新零售

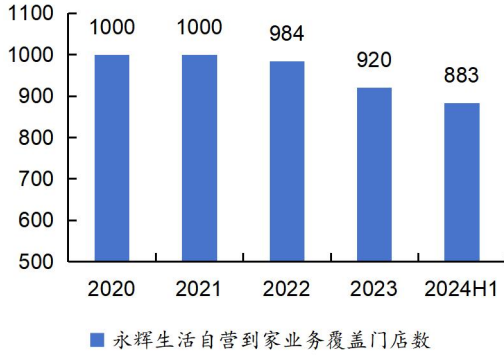
科技永辉深入业务场景，自研系统实现智能运营。永辉超市践行科技战略，以 YHDOS 系统开发及应用为基础进行数字化改造，大力发展线上化。YHDOS 包含采购中台、销售预测、交易中台、店仓管理系统、履约系统、生鲜加工系统、物流配送系统、仓储管理系统、门店应用系统等若干模块，将在规模化运营的基础上掌握一线业务变动，同时通过技术手段提升效率。

“店仓一体”打开盈利空间，全渠道业务加快布局。YHDOS 系统全面覆盖将帮助永辉推动全渠道业务布局。YHDOS 系统作为永辉数字化能力的基石，将商品、履约数据等串联后，可在多个城市以较低成本批量复制“仓店合一”模式。截至 2023



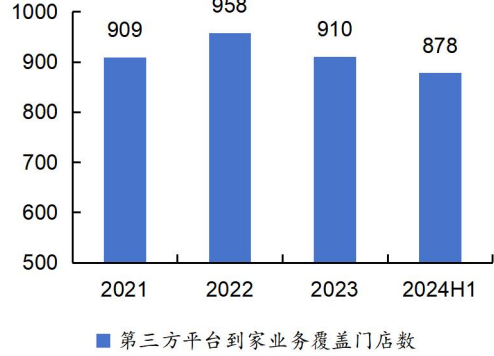
年4月，永辉全国上线电商仓合计966个，其中线上全仓156个（覆盖22个城市）、高标半仓161个（覆盖44个城市）、卫星仓22个（覆盖重庆、福州、北京）、店仓627个（覆盖150个城市），初步形成规模效应。店仓合一模式本质是服务“到店+到家”的全渠道发展战略，可以利用门店原有基础设施降低到家业务的投入成本，同时也可依赖平台数字化系统快速进行规模化复制。

图表 24：2020-2024H1 永辉生活自营到家业务覆盖门店（家）



数据来源：永辉超市年报/半年报、华福证券研究所

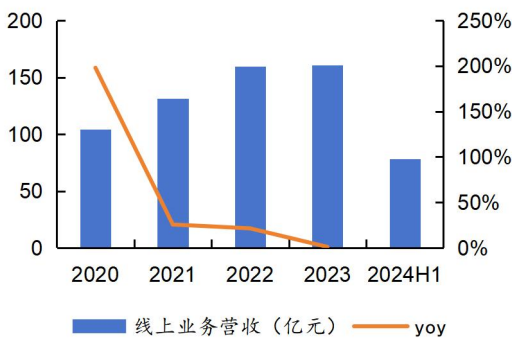
图表 25：2021-2024H1 第三方平台到家业务覆盖门店数（家）



数据来源：永辉超市年报/半年报、华福证券研究所

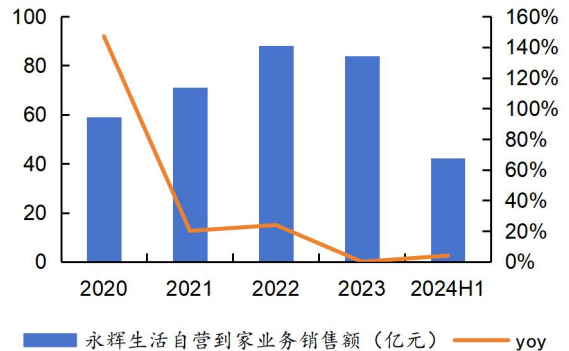
**线上业务持续发力，营收减亏明显。**2024H1 永辉线上业务营收 78.4 亿元，占营业收入的 20.8%。永辉通过提升商品竞争力和仓端履约效率，线上业务较去年同比减亏明显。“永辉生活”自营平台到家业务已覆盖 883 家门店，实现销售额 42.2 亿元，同比增长 4%，日均单量 30.6 万单，月平均复购率为 47.3%。“永辉生活”APP 注册会员数已突破 2.004 亿户。履约管理方面，永辉聚焦提升用户履约体验和订单服务质量，24H1 履约准时率达 93.1%。YHDOS 系统和店仓一体模式有助于降低到家业务的投入成本，提升线上运营能力。

图表 26：2020-2024H1 永辉超市线上业务收入和增速（亿元）



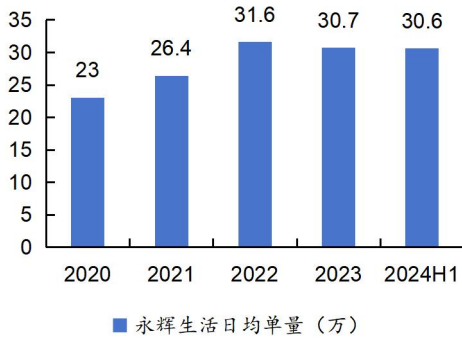
数据来源：永辉超市年报/半年报、华福证券研究所

图表 27：2020-2024H1 永辉生活自营到家业务销售额和增速（亿元）



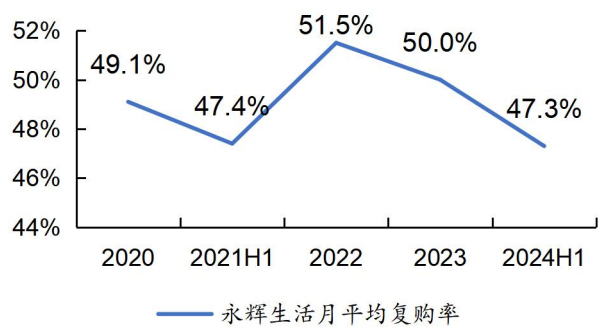
数据来源：永辉超市年报/半年报、华福证券研究所

图表 28: 永辉生活日均单量 (万)



数据来源: 永辉超市年报/半年报、华福证券研究所

图表 29: 永辉生活月平均复购率



数据来源: 永辉超市年报/半年报、华福证券研究所

### 3 盈利预测与投资建议

#### 3.1 盈利预测

我们对 2024-2026 年业绩做出以下假设:

(1) 截止 2024 年 12 月 23 日永辉的门店数为 786, 闭店较多, 24-26 年新开门店数有望持续增长为 10/80/50 家, 关店数在 24 年大幅关店改造后有望数量减少, 24-26 年关店数预计为 220/40/15 家。

(2) 公司的平均单店面积于 21-23 年持续下滑, 永辉超市在调改过程中关闭门店大多数是面积较大的老店, 随着公司继续精减门店, 预计公司平均单店面积将进一步下降。预计 24-26 年单店面积持续下滑, 为-0.5%/-0.5%/-0.5%。

(3) 公司正在积极进行门店优化调改, 且 24 年因闭店较多, 坪效提升较快, 预计为 12%, 预计 25-26 年坪效稳步提升, 为 12%/8%/6%。

(4) 服务业预计规模持续收缩, 24-26 年分别为-19%/-10%/-10%。

(5) 24H1 零售业毛利率为 16.65%, 预计在不断进行门店调改后, 调改过程中不断优化商品结构和采购模式, 短期会带来毛利率下滑, 预计 24 会略有下滑, 为 16.3%, 25-26 年预计逐步回升, 为 16.4%/16.8%。24H1 服务业毛利率为 93.72%, 预计 24-26 年保持持平。公司整体的毛利率预计为 20.79%/20.02%/19.77%。

综上, 我们预计公司 2024-2026 年收入增速分别为-12%、12%、9%, 归母净利润增速分别为 81%、245%、92%, 对应 EPS 分别为-0.03 元、0.04 元、0.08 元。



图表 30：公司业绩拆分预测表

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
总营收 (百万元)	91062	90091	78642	68887	76860	83766
YOY	-2.29%	-1.07%	-12.71%	-12.40%	11.57%	8.99%
营业成本 (百万元)	74027	72361	61940	54566	61475	67204
总营业成本/总收入	81.29%	80.32%	78.76%	79.21%	79.98%	80.23%
总毛利率	18.71%	19.68%	21.24%	20.79%	20.02%	19.77%
零售业收入 (百万元)	84958	84128	73710	64893	73264	80530
收入 YOY	-2.11%	-0.98%	-12.38%	-11.96%	12.90%	9.92%
营业成本 (百万元)	73589	72066	61680	54315	61249	67001
营业成本/收入	86.62%	85.66%	83.68%	83.7%	83.6%	83.2%
零售业毛利率	13.38%	14.34%	16.32%	16.30%	16.40%	16.80%
面积 (万平方米)	828	806	775	609.2	636.8	660.4
yoy	3.24%	-2.66%	-3.85%	-21.4%	4.5%	3.7%
期末门店数 (家)	1057	1033	1000	790	830	865
新开门店数 (家)	75	36	12	10	80	50
关店数 (家)	35	60	45	220	40	15
净开店 (家)	40	-24	-33	-210	40	35
单店营收 (万元)	8037.65	8144.05	7371.00	8214.2	8827.0	9309.9
yoy	-5.81%	1.32%	-9.49%	11.4%	7.5%	5.5%
单店面积 (平方米)	7833.49	7802.52	7750.00	7711.3	7672.7	7634.3
yoy	-0.70%	-0.40%	-0.67%	-0.5%	-0.5%	-0.5%



坪效 (元)	10260.63	10437.72	9510.97	10652.3	11504.5	12194.7
yoy	-5.20%	1.73%	-8.88%	12%	8%	6%

服务业收入 (百万元)	6104	5963	4932	3995	3595	3236
yoy	-4.83%	-2.31%	-17.29%	-19%	-10%	-10%
营业成本 (百万元)	438	295	260	251	226	203
营业成本/收入	7.18%	4.95%	5.27%	6.28%	6.28%	6.28%
服务业毛利率	92.83%	95.05%	94.72%	93.72%	93.72%	93.72%

数据来源: WIND、永辉超市公告、华福证券研究所

### 3.2 投资建议

我们预计公司 2024-2026 年收入为 688.87/768.60/837.66 亿元, 增速分别为-12%、12%、9%, 归母净利润为-2.47/3.58/6.87 亿元, 增速分别为 81%、245%、92%, 对应 EPS 分别为-0.03 元、0.04 元、0.08 元。由于家家悦、重庆百货、红旗连锁三家龙头上市公司主营业务均为连锁超市、日用百货等, 且三家公司在各地域都是龙头超市企业, 与永辉超市在业务上存在很大程度相似性, 在行业内具有可比性, 选取家家悦、重庆百货、红旗连锁作为可比公司。因永辉超市在积极调改和后续与名创优品的合作上大有可为, 采取 PS 估值法, 可比公司 24-26 年的平均 PS 为 0.68/0.65/0.63, 永辉超市 24-26 年的 PS 为 0.90/0.80/0.74, 首次覆盖并给予“买入”评级。

图表 31: 可比公司估值表

2025/1/2	代码	公司	总市值 (亿元)	收盘价	营业收入 (亿元)			PS		
					2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
	603708.SH	家家悦	78.52	12.30	183.86	191.92	199.90	0.43	0.41	0.39
	600729.SH	重庆百货	134.41	30.51	175.46	182.46	190.41	0.77	0.74	0.71
	002697.SZ	红旗连锁	88.40	6.50	104.64	108.35	112.75	0.84	0.82	0.78
		平均值			154.65	160.91	167.69	0.68	0.65	0.63
	601933.SH	永辉超市	617.10	6.80	688.87	768.60	837.66	0.90	0.80	0.74

数据来源: WIND、华福证券研究所 (可比公司盈利预测数据来源于 wind 一致预期)

## 4 风险提示

### 1、调改成效不及预期。

永辉超市一直在变革中求生, 努力与大环境对抗, 首批调改店成效初显。然而, 整体来看, 调改成效可能存在不及预期的风险, 需要进一步的优化和调整。

### 2、人力、租金成本大幅提升。

随着社会的发展和工资水平的提升, 超市行业作为劳动密集型行业, 人力成本





的增加是不可避免的，这对永辉超市的利润空间构成了压力。永辉超市作为大型连锁超市，需要占据较大的经营面积，租金成本成为了一项沉重的负担。

### 3、拓店不及预期。

未来市场存在着一定的不确定因素和强大的竞争压力，可能导致永辉超市拓店的数量不及预期水平。

### 4、行业竞争明显加剧。

随着新零售概念的兴起，传统超市面临着电商平台和新兴线下品牌的激烈竞争，顾客在流失。



图表 32: 财务预测摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	5,839	5,734	6,768	7,993	营业收入	78,642	68,887	76,860	83,766
应收票据及账款	422	395	441	480	营业成本	61,940	54,566	61,475	67,204
预付账款	1,185	1,044	1,176	1,286	税金及附加	218	168	189	208
存货	8,269	7,094	7,992	8,737	销售费用	14,680	12,055	12,605	13,403
合同资产	0	0	0	0	管理费用	1,887	1,653	1,768	1,843
其他流动资产	3,321	2,978	3,245	3,472	研发费用	318	234	261	285
流动资产合计	19,036	17,245	19,622	21,968	财务费用	1,323	1,264	1,258	1,299
长期股权投资	3,232	3,232	3,232	3,232	信用减值损失	-89	-20	-20	-20
固定资产	3,842	3,507	3,419	3,514	资产减值损失	-523	-200	-150	-100
在建工程	240	450	620	670	公允价值变动收益	-76	0	0	0
无形资产	1,038	1,022	980	936	投资收益	396	300	400	500
商誉	4	4	4	4	其他收益	186	200	250	300
其他非流动资产	24,661	24,486	24,302	24,093	<b>营业利润</b>	<b>-1,476</b>	<b>-423</b>	<b>155</b>	<b>605</b>
非流动资产合计	33,016	32,702	32,556	32,448	营业外收入	282	300	350	380
<b>资产合计</b>	<b>52,052</b>	<b>49,947</b>	<b>52,178</b>	<b>54,416</b>	营业外支出	167	170	80	170
短期借款	5,130	5,000	5,000	5,000	<b>利润总额</b>	<b>-1,361</b>	<b>-293</b>	<b>425</b>	<b>815</b>
应付票据及账款	9,816	8,737	9,845	10,757	所得税	103	-21	30	57
预收款项	106	135	148	155	<b>净利润</b>	<b>-1,465</b>	<b>-272</b>	<b>395</b>	<b>758</b>
合同负债	4,851	4,133	4,612	5,026	少数股东损益	-136	-25	37	70
其他应付款	1,725	1,725	1,725	1,725	<b>归属母公司净利润</b>	<b>-1,329</b>	<b>-247</b>	<b>358</b>	<b>687</b>
其他流动负债	3,099	2,969	3,057	3,123	EPS (按最新股本摊薄)	-0.15	-0.03	0.04	0.08
流动负债合计	24,727	22,699	24,386	25,787					
长期借款	350	550	700	780					
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	21,040	21,040	21,040	21,040					
非流动负债合计	21,390	21,590	21,740	21,820					
<b>负债合计</b>	<b>46,117</b>	<b>44,290</b>	<b>46,126</b>	<b>47,607</b>					
归属母公司所有者权益	5,939	5,687	6,045	6,732					
少数股东权益	-4	-30	7	77					
<b>所有者权益合计</b>	<b>5,935</b>	<b>5,657</b>	<b>6,052</b>	<b>6,810</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>52,052</b>	<b>49,947</b>	<b>52,178</b>	<b>54,416</b>					

现金流量表				
单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	<b>4,569</b>	<b>1,719</b>	<b>2,736</b>	<b>2,914</b>
现金收益	1,466	2,235	2,806	3,148
存货影响	2,198	1,175	-898	-745
经营性应收影响	836	368	-28	-49
经营性应付影响	-2,604	-1,051	1,121	920
其他影响	2,674	-1,008	-264	-360
<b>投资活动现金流</b>	<b>256</b>	<b>-630</b>	<b>-594</b>	<b>-469</b>
资本支出	-917	-1,103	-1,192	-1,193
股权投资	408	0	0	0
其他长期资产变化	765	473	598	724
<b>融资活动现金流</b>	<b>-6,572</b>	<b>-1,194</b>	<b>-1,108</b>	<b>-1,219</b>
借款增加	-3,338	70	150	80
股利及利息支付	-241	-1,279	-1,287	-1,294
股东融资	0	0	0	0
其他影响	-2,993	15	29	-5

主要财务比率				
	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	-12.7%	-12.4%	11.6%	9.0%
EBIT 增长率	97.7%	2,631.0%	73.3%	25.6%
归母公司净利润增长率	51.9%	81.4%	244.9%	91.8%
<b>获利能力</b>				
毛利率	21.2%	20.8%	20.0%	19.8%
净利率	-1.9%	-0.4%	0.5%	0.9%
ROE	-22.4%	-4.4%	5.9%	10.1%
ROIC	-1.9%	10.7%	16.8%	20.6%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	88.6%	88.7%	88.4%	87.5%
流动比率	0.8	0.8	0.8	0.9
速动比率	0.4	0.4	0.5	0.5
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	1.5	1.4	1.5	1.5
应收账款周转天数	2	2	2	2
存货周转天数	54	51	44	45
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	-0.15	-0.03	0.04	0.08
每股经营现金流	0.50	0.19	0.30	0.32
每股净资产	0.65	0.63	0.67	0.74
<b>估值比率</b>				
P/E	-46	-250	172	90
P/B	10	11	10	9
EV/EBITDA	557	395	308	273

数据来源: 公司报告、华福证券研究所

### 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

### 特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

### 联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn