

永辉超市 (601933.SH)

破釜沉舟，困境反转

核心观点：

- 永辉超市为国内商超龙头，门店数量和营收规模名列前茅。截至 24H1，公司门店总数达 943 家，已覆盖 29 个省市。
- 永辉超市的调改深度、决心领先于同行其他友商，公司破釜沉舟开始全盘梳理和调改，起底回升。(1) 调改进度：公司于 2024 年 6 月起在河南郑州开出首家胖东来调改店，到 2025 年 1 月底（春节前）在 18 个城市总共调改了 41 家门店，并计划于 2025 年调改到 200 家门店，明确全部调改完成时间点为 26 年年底；25 年计划关店 250-350 家，提速超预期。(2) 主要调改动作：“人”方面，全面培训员工的服务力，同时增加员工福利，充分激励调动积极性。“货”方面，“宽类窄品”大幅汰换产品供给，直接上架胖东来自有品牌产品，同时胖东来遴选的商品直接通过供应链输送。“场”方面，取消动线，高投入全面升级门店装修，员工动态监督货架整洁。(3) 调改效果：调改完成后初期，调改店均迎来客流翻倍、日销破百万元的盛况，在经历数周旺季后，门店的客流会有所回落，但客流和日销仍稳定在了远高于调改前的水平。
- 我们认为调改成效短期关注客流，中期关注日销持续性、稳态日销水平，长期关注公司所有门店营收和利润表现，当前公司调改仍处于上半场。随着调改门店城市的增加、以及自主调改店运营时间拉长，公司的各方面调改开始更追求细节和深度。
- 盈利预测与投资建议。预计 24-26 年归母净利润分别为-14.1/0.7/2.2 亿元，同比变化-5.8%/104.7%/237.5%。参考可比公司估值，永辉的调改力度之深、范围之广都领先于可比公司，因此调改对于永辉的业绩弹性也大于可比公司，我们给予公司 25 年 0.8x PS，对应合理价值为 6.31 元/股，给予“买入”评级。
- 风险提示。消费情绪不及预期；市场竞争加剧，国内商超企业前后启动调改，区域内竞对或将抢占公司市场份额；资金周转风险等。

盈利预测：

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	90091	78642	68697	71611	78557
增长率（%）	-1.1%	-12.7%	-12.6%	4.2%	9.7%
EBITDA（百万元）	3212	3293	1578	3191	3311
归母净利润（百万元）	-2763	-1329	-1406	66	223
增长率（%）	29.9%	51.9%	-5.8%	104.7%	237.5%
EPS（元/股）	-0.30	-0.15	-0.15	0.01	0.02
市盈率（P/E）	-	-	-	633.88	187.82
ROE（%）	-37.0%	-22.4%	-31.0%	1.4%	4.6%
EV/EBITDA	18.44	14.52	38.78	17.83	15.86

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

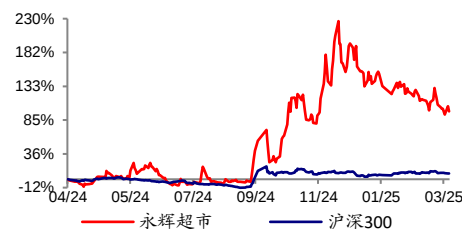
买入

当前价格	4.62 元
合理价值	6.31 元
报告日期	2025-04-01

基本数据

总股本/流通股本（百万股）	9075.04/9075.04
总市值/流通市值（百万元）	41926.67/41926.67
一年内最高/最低（元）	7.64/2.09
30 日日均成交量/成交额（百万）	286.69/1426.54
近 3 个月/6 个月涨跌幅（%）	-32.06/15.79

相对市场表现



分析师：

嵇文欣



SAC 执证号：S0260520050001



SFC CE No. AOB364



021-38003653

jiwenxin@gf.com.cn

相关研究：

联系人：

杨起帆 021-38003554

yangqifan@gf.com.cn

目录索引

一、公司概况：拥有进取精神和创新基因的商超龙头	5
（一）历经二十年打造全国商超布局，多次拥抱新业态	5
（二）深耕生鲜品类，挑战重难点	7
（三）管理队伍为创始团队，名创入股或发新芽	9
二、行业：优质供给集中度提升，国内商超掀起调改浪潮	12
（一）零售：线上线下流量分配再平衡	12
（二）胖东来：国内商超“调改导师”，以服务和信任为基石	15
（三）国内商超调改：学习胖东来，注重质价比，回归“以人为本”	18
三、永辉超市调改：破釜沉舟，困境反转	22
（一）调改启程，壮士断腕	22
（二）历史复盘：拥有创新和自我革命基因，历史改革差在深度不足	30
（三）未来调改展望：由浅入深，由表及里	32
四、盈利预测和投资建议	36
（一）主营业务拆分及收入预测	36
（二）估值分析与投资建议	38
五、风险提示	38
（一）消费情绪不及预期	38
（二）市场竞争加剧	38
（三）资金周转风险	38

图表索引

图 1: 永辉超市门店总数及发展历程	5
图 2: 永辉超市门店分布情况	6
图 3: 2007-2024Q3 公司营业收入及同比增速	7
图 4: 2007-2024Q3 公司归母净利润及同比增速	7
图 5: 2007-2024Q3 公司毛利率及净利率情况	7
图 6: 2007-2023 公司主要财务费率	7
图 7: 2017-2024H1 公司各产品品类毛利率	8
图 8: 24H1 公司产品品类营收占比	8
图 9: 2020H1-2024H1 公司线上业务情况 (亿元)	8
图 10: 2020-2023 年公司线下坪效及同比增速	8
图 11: 永辉超市股权结构图 (截至 2024 年 9 月 27 日)	10
图 12: 13M2-24M12 社零总额同比增速及 CPI 当月同比	12
图 13: 16M3-24M12 电商累计同比增速、累计占比及剔除石油汽车的累计占比	12
图 14: 19Q1-24Q4 限额以上超市零售额累计同比增速 (%)	13
图 15: 2002-2023 年全国连锁零售企业超市门店总数 (家) 及同比增速	13
图 16: 国内超市行业竞争格局	14
图 17: 中国各线城市实际支出变化	14
图 18: 胖东来 2024 年营收结构以超市为主	15
图 19: 胖东来 2024 年销售额 TOP3 门店占比过半	15
图 20: 胖东来发展历程	15
图 21: 公司顾客留言簿公示	17
图 22: 公司提供帮助免费煮中药的服务	17
图 23: 好惠星折扣店情况	21
图 24: 永辉超市学习胖东来自主调改全国已开业门店 41 家	23
图 25: 2025 年永辉首批调改门店	23
图 26: 永辉郑州新郑龙湖锦艺城店熟食面点区域	25
图 27: 永辉郑州信万广场店胖东来自有品牌专区	26
图 28: 永辉调改店的烘焙区	27
图 29: 永辉奥体店门店展示	27
图 30: 永辉超市中央厨房烘焙车间	27
图 31: 永辉超市合作建设的琅岐基地	30
图 32: 永辉奥体店“福州特色商品馆”	30
图 33: 2018 年公司前端业态的布局情况	31
图 34: 永辉的生鲜收入占比持续高于 40%，24 年有所下降	32
图 35: 永辉历年生鲜毛利率	32
图 36: 永辉到家收入占比	32
图 37: 永辉整体会员数和同比增速	32
图 38: 公司各省份门店总数 (家) 和调改开业门店总数 (家)	33
图 39: 稳态水平下永辉门店总数估算逻辑	34
图 40: 永辉上海金山调改店首次出现名创旗下 TOPTOY 产品	35

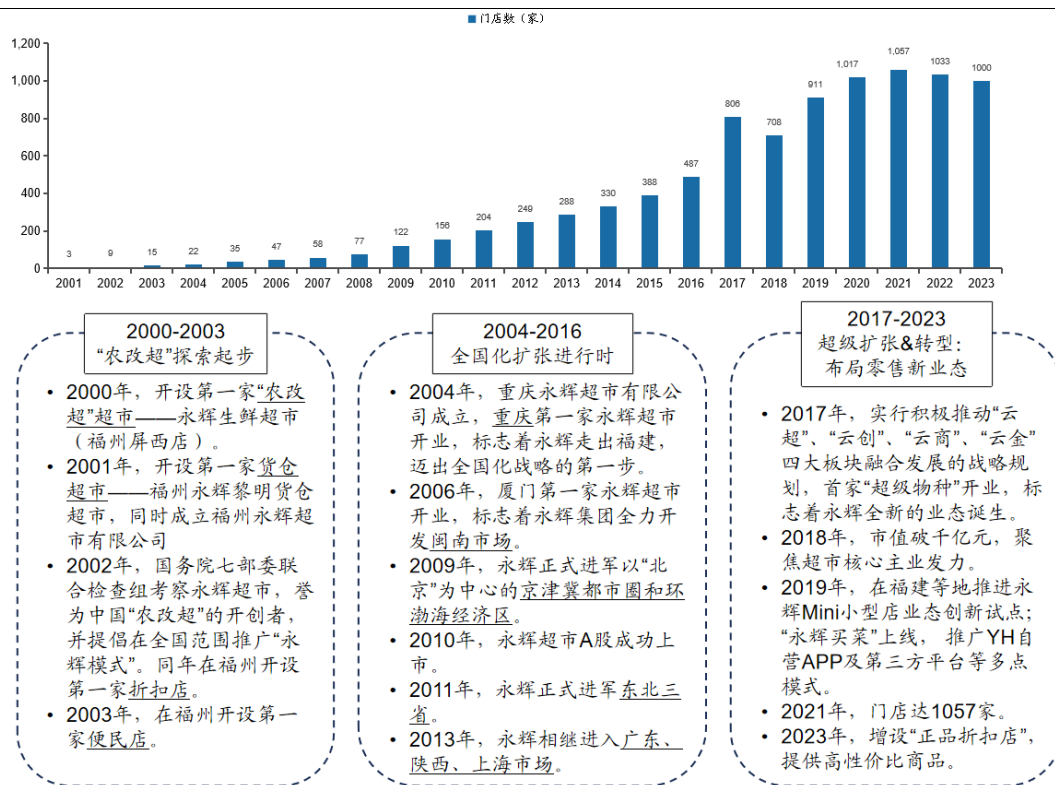
表 1: 2023 年中国 TOP10 超市	9
表 2: 2023 年中国 TOP10 连锁企业	9
表 3: 永辉超市管理层简介	10
表 4: 胖东来自有品牌“有所为, 有所不为”的品类选择方向	16
表 5: 胖东来 20 款高人气自营产品	16
表 6: 胖东来帮扶调改梳理	18
表 7: 家家悦调改进程和创新业态	19
表 8: 重庆百货调改进程和创新业态	21
表 9: 永辉部分调改店“人”的调整情况	24
表 10: 永辉部分调改店货品调改情况	26
表 11: 永辉部分调改店“场”的调整情况	28
表 12: 调改后门店销售梳理	29
表 13: 永辉的新业态尝试	31
表 14: 永辉调改前后单店盈利结构对比	33
表 15: 公司业务拆分及盈利预测	36
表 16: 公司期间费用拆分及预测	37
表 17: 可比公司盈利预测与估值(截至 2025 年 4 月 1 日收盘)	38

一、公司概况：拥有进取精神和创新基因的商超龙头

（一）历经二十年打造全国商超布局，多次拥抱新业态

永辉超市起家于生鲜食品超市业态“农改超”超市，2001年于福建福州正式成立，并迅速在福州地区站稳脚跟。2004年永辉开始走出福建，向全国扩张，相继布局重庆、闽南、京津冀和环渤海、东北等地区，门店数逐年稳定增长，于2009年营收破百亿，2010年成功在A股上市。根据新经销，2016年马云在云栖大会上首次提出“新零售”概念，永辉超市紧跟时代变革浪潮，布局“超级物种”“永辉mini”等新业态，成为国内最早发展新零售的大型商超之一，2018年永辉市值突破了千亿，是国内首家市值破千亿的商超。2020年永辉营收达到了历史最高峰——931.99亿，期间伴随着门店迅速扩张，于2021年门店总数达到1057家。2020年实体零售业持续受到疫情冲击，永辉也在不断探索如“正品折扣店”等的新业态，以帮助公司在竞争激烈、消费低迷的大环境下维持住龙头地位。截至2023年12月31日，永辉门店共计1000家。

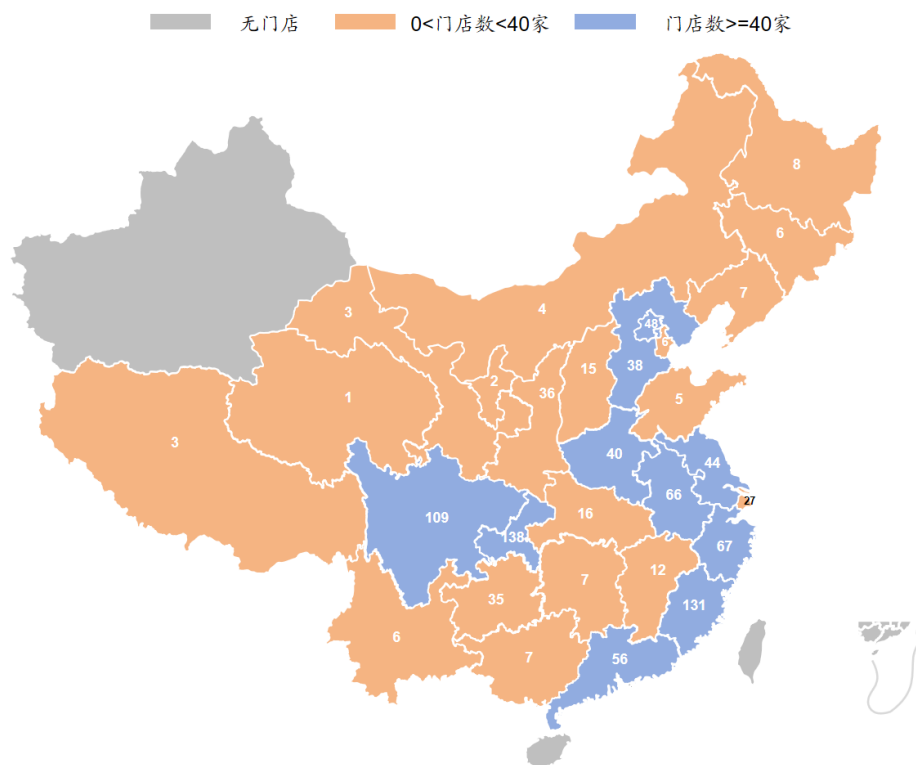
图 1：永辉超市门店总数及发展历程



数据来源：公司官网，公司历年财报，公司招股说明书，广发证券发展研究中心

公司门店遍布全国，线下渠道优势明显。截至24H1，公司门店总数达943家，已覆盖29个省市，其中10个省市门店数超40家，重庆门店数138家、位居第一，福建以131家门店数、位居第二，门店分布主要集中在东部沿海地区和川渝地区。

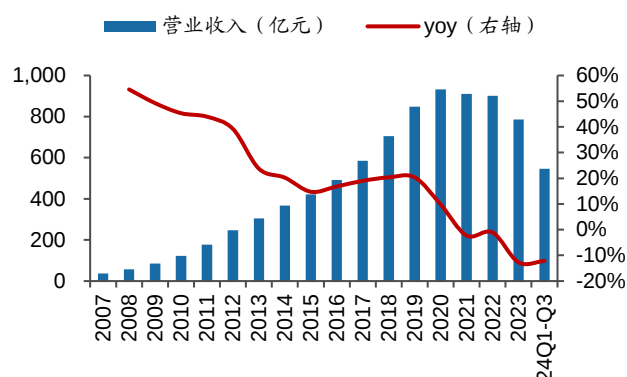
图 2：永辉超市门店分布情况



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

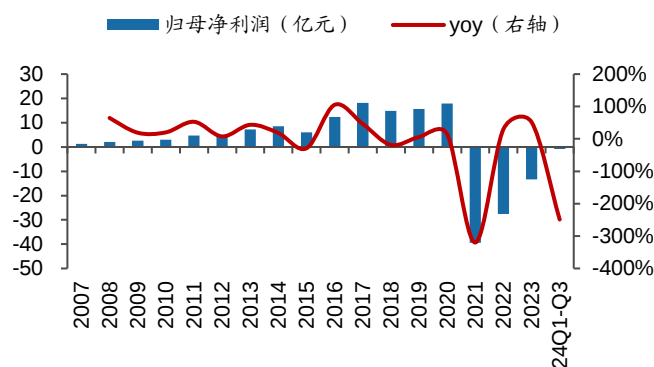
新业态探索失败与大幅扩张使公司业绩承压，但目前业绩有所回暖。永辉从2016年开始，就在计划尝试新业态，以对应大量互联网企业进入生鲜零售赛道所带来的冲击。2017年，永辉对标盒马新零售，推出“超级物种”店型，定位中高端消费人群，提供“餐饮+零售”服务，然而新业态创新进程较为激进，对公司财务包袱较重。2007-2020年公司各项财务指标保持稳中有进的态势，2020年营业收入达932.0亿元，创历史高峰，CAGR达28.2%，2017年是永辉巅峰时期，营收增速19.0%，净利润16.8亿元、达历史高点。2018年，永辉超市营业收入增长20.4%，然而净利润却下滑18.5%，永辉云创对上市公司的拖累明显。因此为保上市公司业绩，永辉超市将永辉云创剥离。根据《永辉超市关联交易公告》，2020年永辉超市重新成为永辉云创的第一大股东，拿回其管理权和经营权，永辉云创亏损由永辉超市买单。2020年公司净利润、归母净利润、净利率均由正转负，首次出现亏损。激进扩张下公司陷入高投入低回报困境，新业态试水失败，公司不得已开始关店，2022年门店总数净关闭24家。2021-2023年，公司亏损逐渐收窄，毛利率逐步回升，2023年已回升至21.2%。

图 3：2007-2024Q3公司营业收入及同比增速



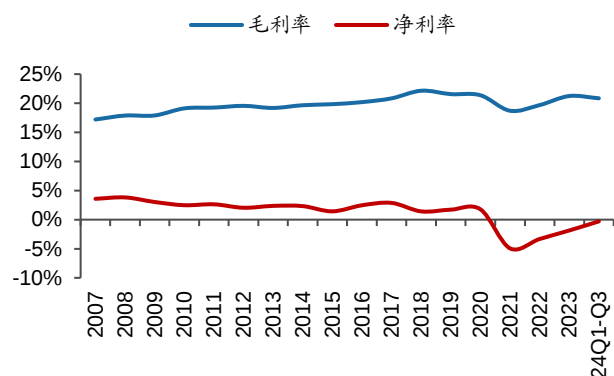
数据来源：同花顺 iFinD，广发证券发展研究中心

图 4：2007-2024Q3公司归母净利润及同比增速



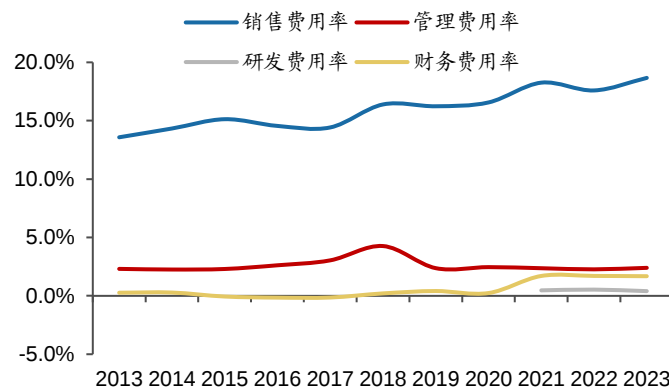
数据来源：同花顺 iFinD，广发证券发展研究中心

图 5：2007-2024Q3公司毛利率及净利率情况



数据来源：同花顺 iFinD，广发证券发展研究中心

图 6：2007-2023公司主要财务费率

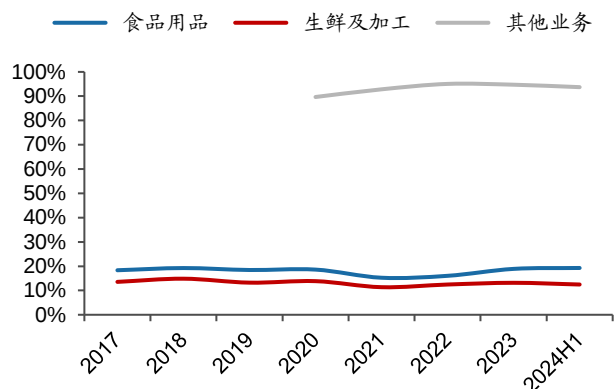


数据来源：同花顺 iFinD，广发证券发展研究中心

（二）深耕生鲜品类，挑战重难点

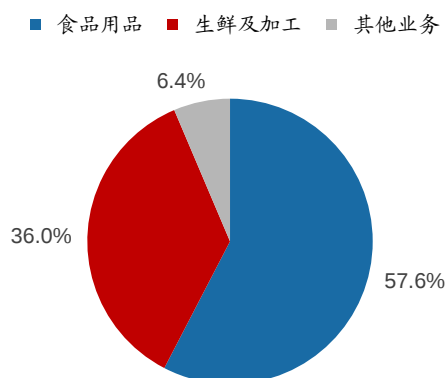
分产品看，永辉各产品品类的毛利率保持稳定态势。公司业务可根据品类分为食品用品、生鲜及加工和其他业务（包括其他和租赁收入），2017-2024H1 食品用品、生鲜及加工的毛利率稳定在 10%-20%，22/23/24H1 食品用品毛利率为 16.0%/18.9%/19.3%，生鲜及加工毛利率为 12.5%/13.2%/12.5%，其他业务毛利率则基本维持在 90%以上。根据公司财报，24H1 公司食品用品/生鲜及加工/其他业务占营业收入的比重分别为 57.6%/36.0%/6.4%，公司产品结构较为集中，以超市主营的食品用品和生鲜加工为主。

图 7： 2017-2024H1公司各产品品类毛利率



数据来源：同花顺 iFinD，广发证券发展研究中心

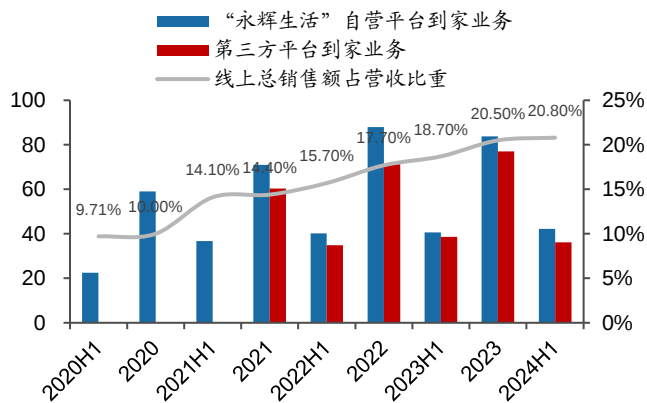
图 8： 24H1公司产品品类营收占比



数据来源：同花顺 iFinD，广发证券发展研究中心

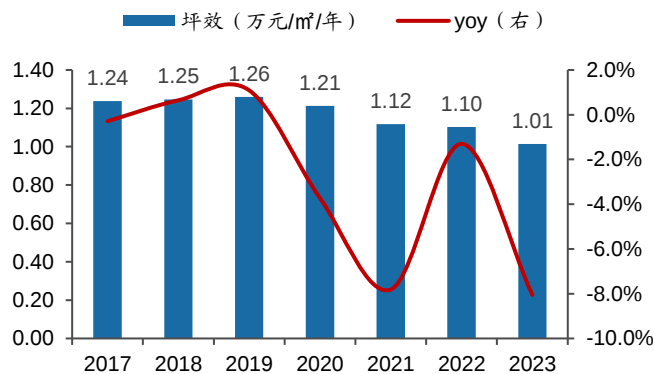
积极拥抱数字化转型，线上业务营收占比持续提升，线下坪效呈现波动性下滑趋势。 电商崛起冲击了传统的线下零售业态，作为中国商超行业的龙头企业，永辉超市主动拥抱数字化转型，努力推动线上线下一体化发展，通过“永辉生活”自营平台和第三方平台到家服务消费者，满足消费者需求，提升消费者购物体验。24H1 线上业务营收占总营收比重提升至 20.8%，营收额达 78.4 亿元。其中“永辉生活”自营平台到家业务/第三方平台到家业务分别覆盖门店 883/878 家，门店覆盖率达 93.6%/93.1%，日均单量 30.6/19.7 万。相比之下，下滑的线下坪效反映出近年来永辉超市的经营有所承压，一方面离不开疫情对线下商超的冲击，另一方面也与公司迅速扩张有关。

图 9： 2020H1-2024H1公司线上业务情况（亿元）



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 10： 2020-2023年公司线下坪效及同比增速



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

永辉在 market 中的地位较为稳固，具有较强的抗风险能力和市场韧性。根据 CCFA 披露的数据，2023 年中国超市中永辉超市以 855.5 亿元的销售规模稳居全国第二。在如此竞争激烈的市场下，Top10 多数企业销售规模均在同比下滑，但永辉销售规模仍能稳住靠前的排名，这说明永辉具有应对各种市场挑战的规模基础，具有较强的韧性。

表 1: 2023 年中国 TOP10 超市

序号	企业名称	超市品牌	2023 销售规模总计 (含税, 亿元)	销售额 同比%	2023 门 店总数	门店数同 比%
1	沃尔玛 (中国) 投资有限公司	沃尔玛、山姆	1202.2	10%	365	3.7%
2	永辉超市股份有限公司	永辉	855.5	-12.7%	1000	-3.4%
3	康成投资 (中国) 有限公司	大润发、大润发 Super、大润发 Mini、M 会员店	772.1	-13.8%	528	-9.3%
4	华润万家 (控股) 有限公司	华润万家、Ole、华润苏果	625.3	-9.7%	2694	-13.9%
5	盒马 (中国) 有限公司	盒马鲜生等	590.0	-3.3%	360	20%
6	物美科技集团有限公司	物美、麦德龙	565.6	-8.6%	1122	6.1%
7	联华超市股份有限公司	联华、华联	525.7	-8.5%	3356	0.1%
8	家家悦控股集团股份有限公司	家家悦、世伴	298.4	-4.2%	917	-1.7%
9	中百仓储超市有限公司	中百仓储、中百超市	204.5	-7.5%	881	-0.2%
10	广州市钱大妈农产品有限公司	钱大妈	137.3	-9.7%	2936	-2.1%

数据来源: CCFA, 广发证券发展研究中心

表 2: 2023 年中国 TOP10 连锁企业

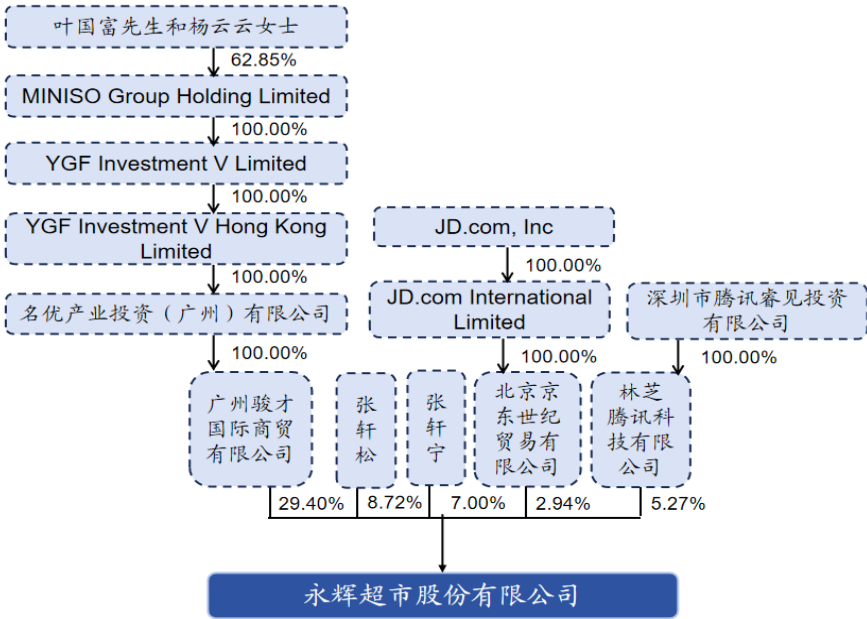
序号	企业名称	2023 销售规模总计 (含税, 亿元)	销售额同比%	2023 门店总数	门店数同 比%
1	沃尔玛 (中国) 投资有限公司	1202.2	10%	365	3.7%
2	居然之家新零售集团股份有限公司	1176.0	11.6%	595	2.9%
3	苏宁易购集团股份有限公司	940.9	-15.5%	12027	5.3%
4	永辉超市股份有限公司	855.5	-12.7%	10000	-3.4%
5	康成投资 (中国) 有限公司	772.1	-13.8%	528	-9.3%
6	物美科技集团有限公司	648.9	-7.2%	1758	11.4%
7	华润万家 (控股) 有限公司	625.3	-9.7%	2694	-13.9%
8	盒马 (中国) 有限公司	590.0	-3.3%	360	20%
9	王府井集团股份有限公司	568.0	28.2%	90	-2.2%
10	美宜佳控股有限公司	541.9	20.1%	33848	12.8%

数据来源: CCFA, 广发证券发展研究中心

(三) 管理队伍为创始团队, 名创入股或发新芽

2024 年名创收购永辉, 将加速中国零售行业的整合与变革。公司股权结构较为集中, 创始人张轩松、张轩宁兄弟两人合计持有 15.72% 的股份。根据公司公告, 2024 年 9 月骏才国际 (名创优品全资控股子公司) 以每股 2.35 元、现金支付方式, 从原第一大股东牛奶有限公司、原第四大股东京东世贸和原第五大股东宿迁涵邦手中购得合计 29.4% 的股权, 一跃成为永辉超市第一大股东, 牛奶有限公司、宿迁涵邦不再持有公司股份, 京东世贸持股比例降至 2.94%。名创优品主做高性价比产品, 定位于一二线城市的年轻女性消费群体, 尤其是对生活品质有一定追求的年轻用户。名创优品此次收购, 有利于其进一步扩大其零售版图, 增强市场竞争力。

图 11：永辉超市股权结构图（截至2024年9月27日）



数据来源：公司公告《永辉超市股份有限公司详式权益变动报告书》，《永辉超市股份有限公司简式权益变动报告书》，广发证券发展研究中心

公司管理层深耕超市生鲜领域多年，行业经验丰富，核心人员稳定。永辉由张轩松、张轩宁两兄弟创立，核心管理层架构稳定，各高管深耕专业领域多年，拥有丰富的行业从业经验。

表 3：永辉超市管理层简介

姓名	职务	任职日期	主要工作经历
张轩松	董事长、董事	2020-03-06	永辉超市股份有限公司创始人，全国政协委员，自 2000 年以来，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，历任福州永辉超市有限公司总经理兼法人代表，现任永辉超市股份有限公司董事长兼法人代表。
张轩宁	董事	2009-08-06	永辉超市股份有限公司、永辉云创科技有限公司创始人，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。历任福州永辉超市有限公司监事，执行董事，永辉超市股份有限公司总裁。
李松峰	CEO、董事	2021-12-22	历任京东集团高级总监、永辉超市股份有限公司 CTO。经历了京东从百亿级电商公司发展为万亿级以供应链为基础的技术与服务公司。深度参与了京东移动互联网转型、中台化建设、技术对外赋能。自加入永辉超市以后，李松峰先生负责永辉超市科技战略、数字化转型战略落地，有力推动了永辉超市科技能力和全渠道数字化经营能力建设。
曾凤荣	副总裁	2019-06-12	现任永辉超市股份有限公司副总裁兼任闽赣省区总经理。历任永辉超市福建象园店信息部负责人，集团信息中心产品经理，物流中心物流流程管控高级经理，物流中心食品用品物流品类总监，全国物流中心总监，物流平台合伙人队长，云商物流平台负责人，云创平台战略合作人、永辉股份有限公司云超平台核心合伙人。
林红东	副总裁	2024-10-29	现任永辉超市股份有限公司线上运营部总经理，兼任物流中心总经理。历任集团 ERP 项目高级工程师，重庆永辉云创线上运营合伙人，福建永辉到家业态总经理，陕西线上运营总监、四川线上运营部总监。曾在美团买菜事业部担任销售及用户服务负责人。
王守诚	副总裁	2024-10-29	现任永辉超市股份有限公司 CEO 业务助理、副总裁，兼任运营支持部负责人、筹建支持部负责人。以“融才”管培生身份加入永辉，历任集群运营合伙人、福建省区人力资源合

			伙人，闽赣省区人力资源总监，上海省区总经理。在永辉超市东来学习项目中担任调改小组负责人，牵头运营标准体系的建设，有力地推进调改项目。
罗雯霞	副总裁	2010-11-07	现任永辉超市股份有限公司副总裁，分管公司拓展、公共事务及法务业务。曾任重庆大世界购物中心楼层经理、香港智尊商业策划公司部门经理，永辉超市股份有限公司（前福建永辉集团有限公司）华西大区拓展部经理、总监及全国项目拓展总监。
黄林	副总裁	2023-04-27	现任永辉超市股份有限公司副总裁，兼任供应链总经理职务。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。拥有二十多年的供应链和营运管理经验，有敏锐的业务洞察和项目管理技能，擅长在多维度、多层次构建柔性、高效的供应链管理体系。
吴凯之	财务总监	2024-01-02	现任永辉超市股份有限公司财务总监。历任永辉超市股份有限公司食品用品板块供应链财务负责人。历任普华永道（伦敦）审计及交易咨询经理、复星集团企业发展部投资总监、香港怡和集团战略部投融资主管。
黄晓枫	董事会秘书	2024-02-06	现任永辉超市股份有限公司董事会秘书，历任永辉超市股份有限公司证券事务代表、福建省电子信息集团全资权属企业福建省和信科工集团有限公司国际事业部经理兼总经理助理、永辉超市股份有限公司董事会办公室经理。

数据来源：同花顺 iFinD，广发证券发展研究中心

二、行业：优质供给集中度提升，国内商超掀起调改浪潮

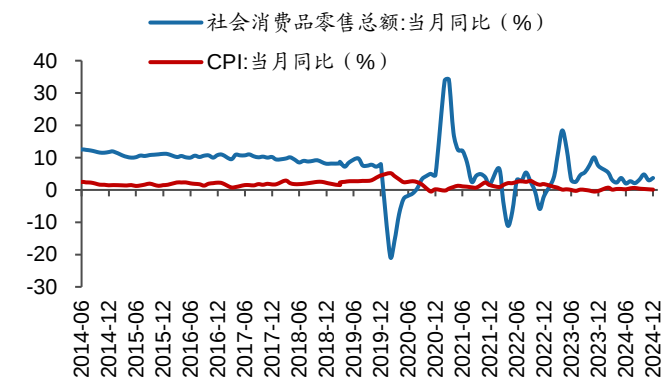
（一）零售：线上线下流量分配再平衡

1.社零整体个位数增长，表面是消费情绪疲软，实质是消费者更趋向于理性消费，看重“质价比”，消费者仍然愿意为“优质供给”买单，在这样的消费环境下，优质供给的集中度会持续提升，从而形成经久不衰的商业模式。

24年社零总额仅个位数增长，电商渗透率企稳。根据国家统计局，2024年社会消费品零售总额48.8万亿元，同比增长3.5%。按经营单位所在地分，城镇消费品零售额42.1万亿元，增长3.4%；乡村消费品零售额6.7万亿元，增长4.3%。按消费类型分，商品零售额43.2万亿元，增长3.2%；餐饮收入5.6万亿元，增长5.3%。24年全国网上零售额15.5万亿元，同比增长7.2%，电商渗透率逐月提高，24M12实物商品网上零售额累计同比增速达6.5%，累计占比为26.8%。

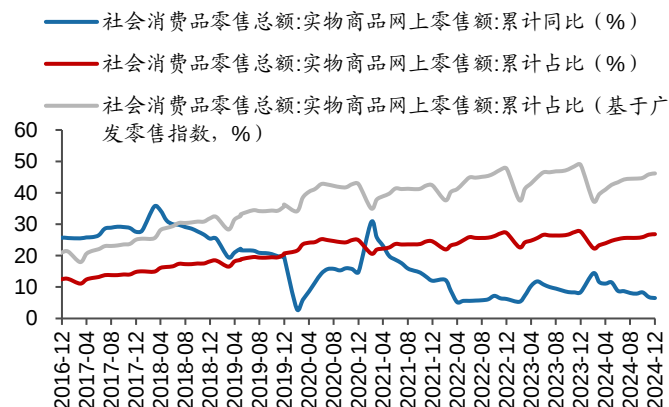
19Q1-24Q4限额以上超市零售额累计同比增速呈现波动趋势，2021年起增速放缓，根据同花顺数据，24Q4限额以上超市零售额累计同比增速达2.7%，与21Q1的7.2%增速小高峰相比，增速下降4.5pct。同时，2002-2023年全国连锁零售企业超市门店在持续扩张后进入相对稳定的态势，其中2017-2021年连续四年门店总数的下降也反映了电商的发展和消费者需求结构的改变冲击了传统超市行业的发展，越来越多的消费者将需求聚集于便利性、个性化和高性价比，融合购物与体验、线上与线下的立体化新零售时代已经到来。传统超市如大润发、永辉等开始积极融入互联网，布局数字化转型，迎合市场需求不断推出新型超市业态。2023年全国连锁零售企业超市门店总数达2.6万家，同比下滑18.1%。

图 12：13M2-24M12社零总额同比增速及CPI当月同比



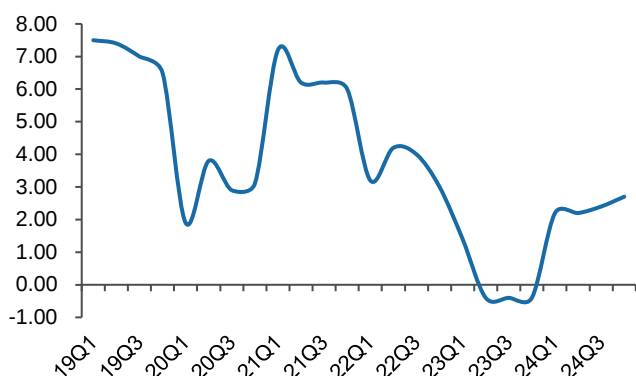
数据来源：wind，广发证券发展研究中心

图 13：16M3-24M12电商累计同比增速、累计占比及剔除石油汽车的累计占比



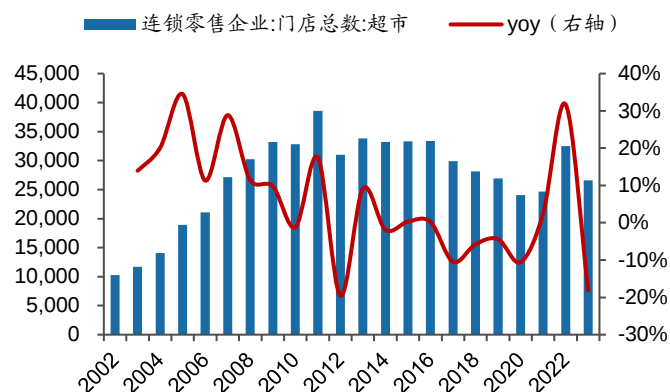
数据来源：wind，广发证券发展研究中心

图 14: 19Q1-24Q4限额以上超市零售额累计同比增速 (%)



数据来源: 同花顺 iFinD, 广发证券发展研究中心

图 15: 2002-2023年全国连锁零售企业超市门店总数 (家) 及同比增速

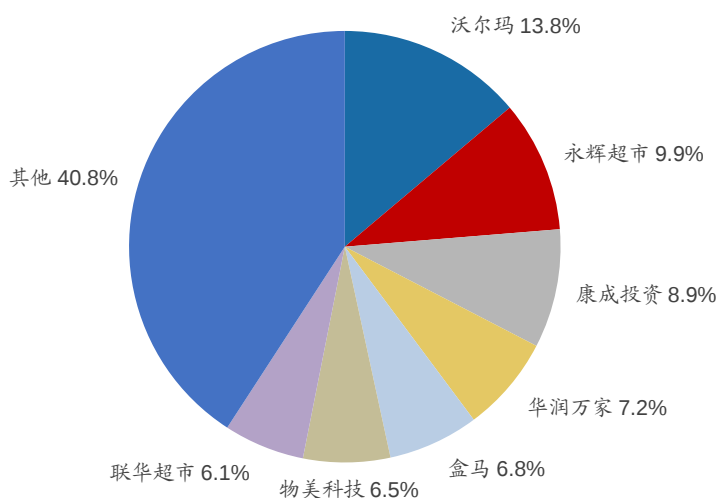


数据来源: 同花顺 iFinD, 广发证券发展研究中心

2. 电商渗透率提升放慢, 线下零售份额稳定, 客流重归线下, 存量时代谁的份额在增加?

国内超市竞争激烈, 头部龙头企业份额集中。根据CCFA, 2023年国内超市行业呈现出以下特点: (1) 会员店、折扣店深受一二线城市消费者欢迎, 其销售以及门店数增长显著。代表性企业包括: 沃尔玛、开市客、尧地、好特卖、奥乐齐、嗨特购等。(2) 近50%超市经营发展稳健, 部分来自低线区域。2023年超市Top100企业中, 有44家销售同比为增长, 其中有27家企业来自低线城市, 代表性企业有: 大张、信誉楼、比优特、黄商、寿康永乐等。(3) 2023年超市Top100企业中, 33家企业的门店数增加, 20家企业的门店数持平, 47家企业的门店数减少。超市行业竞争激烈, 迎合消费者需求的新业态受到认可。在2023年Top100的超市企业中, 沃尔玛/永辉超市/康成投资/华润万家/盒马位居前五, 分别在前100家超市企业中占据13.8%/9.9%/8.9%/7.2%/6.8%的份额, 合计达46.6%, 前五家企业占据了近半成的市场份额。沃尔玛旗下有山姆、沃尔玛两大品牌, 而康成投资旗下是大润发等品牌, 前五企业都具有较高的市场知名度。

图 16: 国内超市行业竞争格局

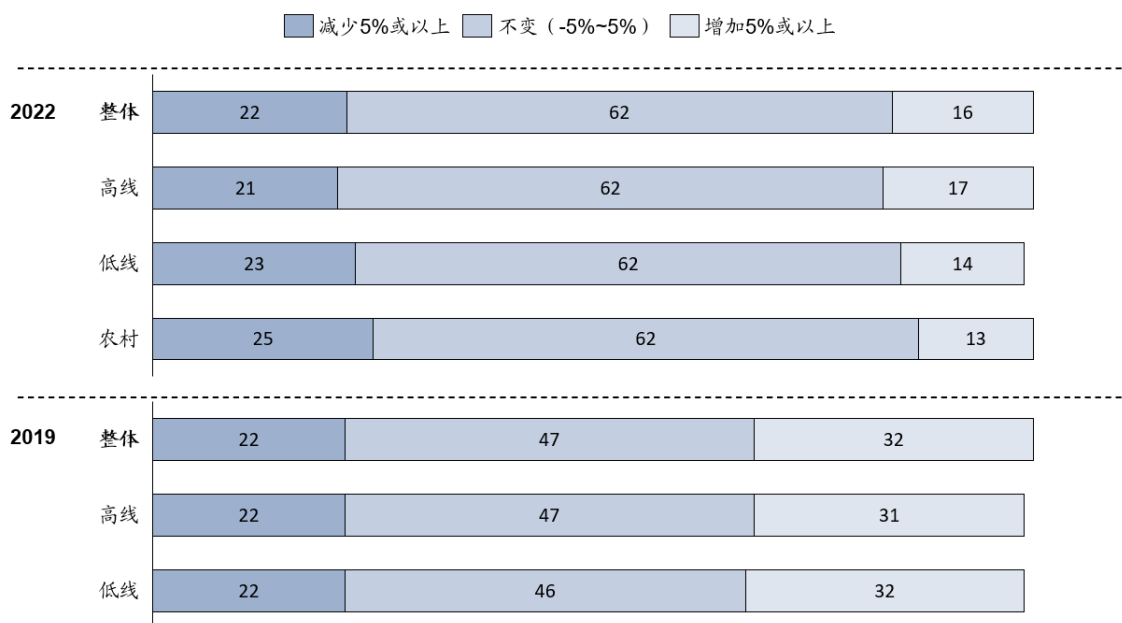


数据来源: CCFA, 广发证券发展研究中心

备注: 份额占比的分母为 2023 年 Top100 超市销售规模总额

消费者整体消费支出趋于保守,但未降低对生活品质的要求,会更积极地寻求价格合适的选择。根据《2023 麦肯锡中国消费者报告: 韧性时代》, 消费者转向了价格更具竞争力的渠道, 更积极地寻求折扣和促销, 与 2019 年相比, 2022 年各线城市增加消费支出的消费者明显减少, 62% 的消费者消费支出没有明显变化, 减少支出的消费者群体并无明显扩大。其中较高收入者选择降低购物频率或特定品类偏好, 但不会转向更便宜的品牌; 而较低收入者倾向于转向更具价格竞争力的渠道, 部分消费者表示, 他们会推迟购买计划, 等待促销优惠。

图 17: 中国各线城市实际支出变化



数据来源: 《2023 麦肯锡中国消费者报告: 韧性时代》, 广发证券发展研究中心

备注: 数据为受访者百分比, 数量=6715 人 (2022 年) / 5400 人 (2019 年)

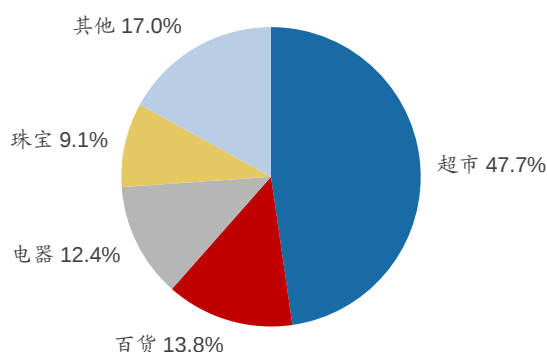
（二）胖东来：国内商超“调改导师”，以服务 and 信任为基石

在相对平淡的消费环境中，胖东来门店热火朝天、络绎不绝，与行业其他同行形成鲜明反差，由此启动对我国其他商超百货的帮扶之路，输出企业文化、员工理念、供应链能力等。回到胖东来本身，我们认为其主要竞争优势在于以人为本的产业链关系，高效清廉的供应链体系。

胖东来在网上“走红”之前就已经在河南省内建立口碑，凭借优质服务、文化和分配体制等口碑标签被称为“超市界的海底捞”。根据辽宁省连锁经营协会公众号，公司成立于1997年，在许昌开出第一家超市，2002年开出第一家综合旗舰店（生活广场店），目前运营以超市为核心的多种零售业态。公司的门店仅开在河南省的许昌和新乡，到24年年底公司共有13家门店，其中11家在许昌（11家门店中有3家为多业态综合体），2家在新乡。

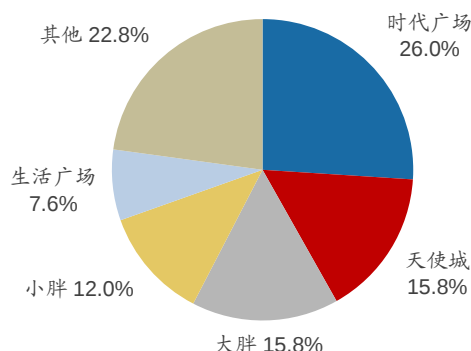
根据联商网引用的于东来个人社交媒体账号信息，胖东来2024年的销售额达到169.64亿元，同比增长58.5%。其中，超市销售额累计达到80.94亿元（在整体销售额占比达到47.7%），百货、珠宝、茶叶的销售额分别达到15.1、15.5、6.2亿元，占比分别为8.9%、9.1%、3.6%。24年公司整体利润率大于8%，几乎遥遥领先于所有上市的商超百货企业。

图 18：胖东来2024年营收结构以超市为主



数据来源：联商网，广发证券发展研究中心

图 19：胖东来2024年销售额TOP3门店占比过半



数据来源：联商网，广发证券发展研究中心

图 20：胖东来发展历程



数据来源：新品牌研究所，联商网，食业家，广发证券发展研究中心

选品：注重质价比，兼顾产品价格力和品质，消费者为其靠谱质量买单。第三方供应产品方面，不同于其他商超，胖东来的产品没有后台毛利，供应链效率更高、企业内部损耗较少。胖东来的自有品牌非简单贴牌，产品基本有专属配方，规格和配比都是定制生产，由胖东来与供应商对接生产，公司从顾客角度出发量身定制自有品牌产品。胖东来的自有品牌有“DL”品牌、烘焙品牌德丽可思等，可分为“大众品升级”类和“平价化高溢价品类”。（1）自有品牌“有所为，有所不为”的选品思路：“大众品升级”类涉及品类较为丰富，涉及多元民生品类，有家清（洗衣液）、喝（精酿啤酒）、吃（烘焙）等，胖东来因全国溯源未能在需求较大的品类中找到合适的供给，于是自己找寻源头工厂、共同开发产品，满足市场需求。胖东来极具性价比的精酿啤酒、烘焙产品大月饼、零食的麦片脆和果汁为“爆品”，在胖东来的门店和其他商超的调改店均得到消费者热烈追捧，啤酒等产品甚至有限购要求，部分产品的年度销售额或可达到5-10亿元。（2）爆品层出不穷，从爆品“精酿啤酒”到“爆品类”黄金和茶叶：“平价化高溢价品类”主要有茶叶、黄金等市场价格相对不透明、有溢价空间的品类。24年，胖东来的茶叶门店和黄金店爆火，其实产品设计并不显著突出，消费者主要为其“正品+合理价格”的核心亮点买单。同时，公司不惜重金打造中央厨房，给门店每日配送烘焙、熟食产品，园区占地约150亩，投资总额约5.7亿元，有烘焙、熟食、豆制品、水生菜、中式面点等五大类生产线，以及物流中心。

表 4：胖东来自有品牌“有所为，有所不为”的品类选择方向

品类	商品
图书类	《走在信仰的路上》《美好之路》(修订版)
酒水饮料类	自由爱白酒、啤酒、果汁、矿泉水
休闲食品类	DL 鱼干、DL 燕麦脆、香辣牛肉条、酥饼组合
家居百货类	浴巾、毛巾、方巾、洗衣凝珠、洗衣液、果蔬餐具净
粮油干调类	芝麻香油、芝麻酱、花生油、葵花籽油、菜籽油、酱油
其他	组合礼箱
茶叶	花草茶、白茶、普洱茶、花茶、陈皮
不销售	洗发水、化妆品、阿胶、服装、珠宝、卫生巾、医药、电器

数据来源：胖东来官方公众号，广发证券发展研究中心

表 5：胖东来 20 款高人气自营产品

排名	品名	价格（元）	类别
1	DL 宝丰自由爱(白酒)500ml	70	白酒
2	DL 精酿小麦啤酒 330ml/500ml	2.5/3.8	啤酒
3	DL 精酿黑啤酒 500ml	4.8	啤酒
4	DL 橙汁/桃汁/芒果混合果汁 1L	13.5/13.0/13.0	果汁
5	DL 芋泥麻薯酥饼/红豆蛋黄酥饼 490g	29.8	糕点
6	DL 咸奶油红丝绒慕斯蛋糕 180g	17.8	西点
7	DL 列巴面包 800g	39.8	面包
8	DL 草莓水果燕麦脆/酸奶水果燕麦脆/每日坚果燕麦脆 320g	21.0/20.5/16.8	即食谷物食品
9	DL 长绒棉方巾/毛巾/浴巾	20.6/45.8/186.9	毛巾
10	DL 多功能洁面柔巾 60 抽	8.9	清洁用品

11	DL 绿豆糕(蔓越莓)150g	13.5	糕点
12	DL 绿豆糕(牛油果)150g	13.5	糕点
13	DL 压榨一级花生油 2L/5L	41.6/99	花生油
14	DL 压榨一级葵花籽油 5L	59	葵花油
15	DL 酵素除菌除螨洗衣液 3kg	28	洗衣液
16	DL 酵素抑菌内衣洗衣液 200g/400g	9.2/15.5	洗衣液
17	DL 快熟燕麦片 2kg	32.8	谷物食品
18	DL 胖东来婴儿口手无香湿巾 80 片	7	湿巾
19	DL 胖东来卫生湿巾 80 片	7.3	湿巾
20	DL 衣物除菌液	18.5	洗衣液

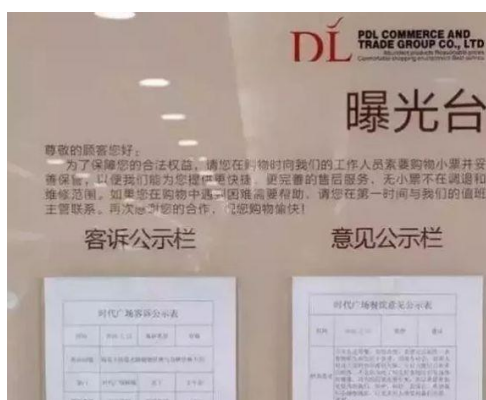
数据来源：联商网，零售商业财经公众号，广发证券发展研究中心

员工与服务：胖东来贯彻“以人为本”的企业文化和经营理念，树立在本地消费者的信任和口碑。对内，公司能让利于员工，呵护员工就业体验和报酬；对外，公司的所有出发点围绕消费者的需求，即保证产品价格力和品控（安全可靠、实用/好吃等），同时，公司维持和供应商的友好合作关系。

公司企业文化较有温度，照顾员工和顾客多方的诉求，提供“情绪价值”。公司在经营纠纷事件上反应迅速，且处理决心较强。根据新华网，23年6月，许昌胖东来超市曾发生了一起“顾客与员工争执事件”，事发后公司两次开展调查，对顾客给予500元服务投诉奖，对现场劝解员工奖励500元礼品，同时，也对涉事员工给予5000元精神补偿。24年6月有顾客在网上反映新乡胖东来联营餐饮“擀面皮加工场所卫生环境较差”，公司迅速作出回应，对于帮助其发现了重大食品安全隐患的顾客给予10万元现金奖励，同时对相关消费者办理退款并分别给予1000元补偿，总计补偿近900万元。

公司积极创新服务，附加服务的全备性涵盖了市场之最，包含了存车、打气、电话、维修、熨烫、锁边等免费服务，以及“不满意就退货”的政策，有效提升了顾客满意度和忠诚度。

图 21：公司顾客留言簿公示



数据来源：华志赢，广发证券发展研究中心

图 22：公司提供帮助免费煮中药的服务



数据来源：华志赢，广发证券发展研究中心

（三）国内商超调改：学习胖东来，注重质价比，回归“以人为本”

值得强调的是，胖东来自有品牌等供给产品，并非最为好吃、最为优质，甚至也不是追求“绝对低价”，而是能兼顾产品的质量、品质和性能（包括实用性、口味等），由此也得到了消费者的追捧。由此可见，在当前消费环境下，消费者并非完全不愿意花钱，而是消费习惯群体性地变得更为理性，对于产品的质价比的要求更为苛刻。“爆品”的出现并非仅靠营销带动流量空转而起，也可以是凭借差异化的产品品质 and 价格力，吸引需求聚集水到渠成的自然成果。

23-24年胖东来受邀开始密集帮助商超调改，从区域性中小超市（如一家亲、万家惠、嘉百乐、邻你等），到全国布局的昔日国内商超龙头（如步步高、永辉等）。除了这些胖东来团队直接对接调改的门店以外，公司也通过输出供应链产品的形式“间接”帮扶同行企业，如重庆百货旗下超市用胖东来供应链的产品。胖东来输出的核心是以人为本的理念和企业文化，具体的表现形式有供应链、自有品牌产品、员工福利、客户服务等。

表 6：胖东来帮扶调改梳理

公司	步步高集团	嘉百乐集团	沅悦里
属性	深耕湖南、广西省（门店遍布湘、桂、川等），为拥有超市、便利店、购物中心、商业综合体、物流运输等多业态的商业集团	位于江西省的主营百货、超市的多元零售业态	位于杭州的区域性超市
内容	步步高 2024 年 4 月开始学习胖东来，25 年农历新年前成功完成 16 家门店调改。 门店商品结构持续保持达到胖东来商品结构的 90% 以上。	2023 年 6 月 26 日胖东来整编团队入驻，借调 3000 万资金。 2023 年 6 月 30 日对万力店进行调改： 1、提高员工薪资：普遍薪资从每月 3000 元调整为 4000 元，生鲜员工和收银员 4400 元，上涨 30%；主管调整为 8000 元，上涨 100%；店长调整为 20000 元，上涨 70%； 2、调整门店布局：从原有的强制动线转变为以顾客为中心的卖场设计； 3、优化商品质量：原有 20000 个 SKU，调改后下架 7000 个单品，并按照胖东来标准重新引进优质品牌商品以及胖东来烘焙、果汁等爆款商品； 4、提升生鲜能力：联营改直营，换优质供应商，优化布局陈列，调整毛利，加大试吃品尝力度，提高日清周转比例； 5、挽回顾客信任； 6、调整营业时间。 经一个月调改，万力店客流日均达到 5000 人，工作日销售 40-45 万元，周末突破 50 万元，相比调改前增长了一倍多。 7 月 20 日启动对嘉百乐恒基店调改。调改一周后，恒基店日均销售额，从 12.5 万元增长到 22 万元，周末实现 25 万元，实现翻番增长。	2024 年 11 月 17 日调改完成开业 经营面积 2200 平改后达 3000 平 商品淘汰率达 60%（5000 支原有商品），优化后共有单品约 7500 支，其中新引入单品约 4300 支新增单品占比 60%。进口商品占比由原来的 6%提升到 19.8%；胖东来重复率 90%以上 调改后，门店已经实现全员加薪，普通员工平均月薪达 5000 元
成效	25 年春节 16 家调改门店消费数据： 销售额同比增长 326%。熟食区同比增长 2077%，面包区同比增长 1708%，水果区同比增长 716%，进店客流突破 200 万人次。		

长沙梅溪湖店：春节期间单日销售额突
破 520 万元，创历史新高。

步步高 2 月 17 日正式宣布启动 2025
年春节后的新一轮调改计划，首批调改
后续调改 门店名单分别为：长沙丽发新城店、张
家界十字街店、邵阳南站店、长沙洋湖
荟聚店、郴州永兴店

数据来源：步步高官网，联商网，广发证券发展研究中心

除了“胖改店”以外，部分龙头商超由基础较好、区域性较强，也选择了自主调改的路径，如重庆百货、家家悦等。

家家悦：调改主要通过尝试新业态、开新店的方式进行，存量超市主要优化策略为优化产品组合、增加熟食和烘焙区等。（1）创新业态：公司在行业中率先推出零食量贩店和硬折扣店，截至24H1，公司已开出“悦记”零食店 104 家（其中66家加盟，38家直营）及8家“好惠星”折扣店。零食量贩店方面，公司通过深耕零食品类，主打薄利多销，目前预计大部分门店实现盈利，满足了本地消费者的需求。硬折扣门店是涉及品类更广、改革力度更大的创新尝试，表面是新店型的机会，背后是经销商环节精简带来的供应链效率和整体采购成本压降。不过，不管是背后供应链的调改，还是如何设置折扣店的品类结构、从而和存量超市门店共存承载需求，单店模型都尚有较大调改空间。

表 7：家家悦调改进程和创新业态

家家悦	
整体调改进度 (目前调改数量、未来调改计划)	根据家家悦 2024 年半年度报告，公司共有“悦记”零食店 104 家（其中 66 家加盟，38 家直营）及 8 家“好惠星”折扣店。 到 24 年年底估计新开了 10 家折扣店，130 家零食店。目前没有披露未来调改店数，25 年开店速度会放慢，要等到折扣店跑通单店模型以后再推进。
业态情况	不收后台毛利，好惠星好货硬折扣店基本上采用了裸价采购的模式，不存在后台或者其他的费用。不像超市还需要陈列、促销的费用等。 业态定位：大众化服务，不会向会员制转型。 价格定位：低于线上平台渠道、周边地区批发价格，相比超市平均价格低 10% 左右。
硬折扣店 主要调整措施	折扣店目前选择米面粮油等能标准化的品类，主要面向家庭消费群体，都是从超市的供应链精简出来的商品，比如米面粮油、生鲜等，也包括蔬菜、水果等。
调改成效	好惠星最小型门店“济南万科城店”开业，门店平方 160 平，客流 1300 人/天，开业当日销售 4+万元
业态情况	主要在已有超市的区域开设，如威海、济南、青岛等。新开的一般都是加盟店。
零食量贩店 主要调整措施	主要选择品牌零食，白牌基本不入，保证品质。

		威海九龙城店客流量 6500+人/天，威海欧乐坊一店
	调改成效	客流量 4700+人/天。
		烟台新世界百货店单日成交金额 2.9+万元，客流量 800+人/天，近 15 天成交金额 28+万元。
		存量门店整体基础还可以，选择的是坪效基础还可以的店，单店优化空间大。
原有超市店型	业态情况	24 年 10 月底-春节前总共调改了 5 家。调改后，我们估计日销增长 20%-40%，毛利率提升 0.5-1pps。
		1.毛利优化。如果有更高的盈利空间，也会让利给消费者。
		（1）自有品牌和定制化商品优化，未来希望这两类占比持续提升；
		（2）议价能力提高：调整采购模式，更多的释放价格空间；自有品牌、定制化商品等能提升毛利率。
		2.费用层面整体上门店费用率加强控制：
	整体调整战略方向	（1）门店效率提高，缩小门店面积从而提高坪效；
		（2）人力成本降低，主要依靠生鲜物流中心配送以及中央厨房加工供给，省去门店加工成本，通过归类赋能，尽量简化整个操作过程；
		（3）租金。目前门店走下沉渠道，租金相对较低。
		陈列也可以尽量简单，也能节省成本。
		零食店：3%
调改店预计稳态后的利润率		折扣店：1.5%（定位大众偏低，毛利率低于传统超市）

数据来源：公司财报，好惠星公众号，悦记好零食公众号，广发证券发展研究中心

此背景下，兼具低价和品质基因的“硬折扣”成为零售业的转型锚点。硬折扣是通过缩短供应链环节和简化运营降本实现低价，2023年至今，各类玩家涌入硬折扣赛道，永辉增设“正品折扣店”、家家悦布局“好惠星折扣店”、盒马发力盒马奥莱店、京东开设首家华冠全品类折扣超市。以家家悦的好惠星折扣店为例，公司2023年进入硬折扣赛道，2023年6月20日家家悦首家“好惠星好货折扣店”在烟台市福山万花城开业。截至2024Q3，好惠星折扣店门店数达10家，分布在烟台、济南等地区。好惠星折扣店面积多数在250~400m²左右，面积较小，不同于传统超市，好惠星SKU仅千余种，主打高品质、低价格的家庭生活高需求商品，主要服务社区家庭客户。家家悦有强大的供应链优势，为好惠星折扣店强势赋能，全国超2000家供应商大批集中采购，购得低价货品，自建物流体系涵盖50县市，1000+个网点，单位物流成本低，且开箱即卖，节省更多仓储和货架成本。

图 23: 好惠星折扣店情况



数据来源：公司财报，好惠星公众号，广发证券发展研究中心

重庆百货（超市）：

公司超市调改分为三类，“生鲜+折扣”超级市集、精品超市、品质超市，其中，“生鲜+折扣”超级市集已在2024年调改6家，商品结构和门店运营基本成型，2025年公司主要侧重品质超市的调改，其次是精品超市、“生鲜+折扣”超级市集。

（1）品质超市：品质超市的调改将采用EDFP策略，即在保证顾客高品质商品需求的同时，实现价格的公平公正。公司会对标胖东来和重庆永辉调改店等优秀案例，在商品配置上追求高性价比和高品质，并在卖场调改服务方面增加顾客体验感，提升市场份额。（2）“生鲜+折扣”超级市集：自24年5月28日开始调整，已调整6家店，主要是老社区销售不佳的店。EDLP店型，平均面积约1200m²。调改后坪效提升显著。（3）精致超市：位于核心商圈，使用面积3000m²+，坪效4000-5000元，自营占比接近80%，积极引入帝王蟹等高客单价的进口商品。

根据百年重百公众号，公司2025年计划调改38家网点，平均每月3~4家，在所有门店比例达25.5%。其中，精致超市生活馆将调整2家，品质超市31家，生鲜+折扣店5家。一月份已完成永川中心店和铜梁店两家区县门店的试点调改。

表 8: 重庆百货调改进程和创新业态

重庆百货	
整体调改进度 (目前调改数量、未来调改计划)	截至 24Q3，重百共有 149 家超市门店，50 家百货门店，42 家电器门店，32 家汽贸门店。 24 年已调改 6 家生鲜+折扣超市，2 家精致超市店。 25 年调改计划：计划对 38 家网点进行调改，平均每月 3~4 家。其中，精致超市生活馆将调整 2 家，品质超市 31 家，生鲜+折扣店 5 家。一月份已完成永川中心店和铜梁店两家区县门店的试点调改。 自 24 年 5 月 28 日开始调整，已调整 6 家店，主要是老社区销售不佳的店。EDLP 店型，平均面积约 1200 平。调改后坪效提升显著，月平均坪效 2000 元+，环比销售增速 10%+。
生鲜折扣店	业态情况

精致超市	主要调整措施	场：经营面积缩小了，其他建筑面积改租赁，引入其他业态，二楼整体改成租赁。
		人：人员总数精简+涨薪，加强服务能力培训。
		货：（1）亮点是生鲜产品性价比极强。SKU总数压降，大幅汰换。品类结构：生鲜销售占比 50-60%；标品占比 30%；熟食占比 15%（未来会提升）。
		（2）直采比例提升，杂百均价降幅较大。
		（3）自有品牌销售占比有望提升。
品质店	主要调整措施/调改成效	（4）烘焙：增厚毛利率，纯自营。
		（5）生鲜的标品是加工中心配送的；熟食品类是人工包装的；烘焙是配送为主（包装的都是配送的，柜台裸销的，是店里用原材料做的）。
		调改成效 日均客流和销售额大幅增长，近翻倍。整体毛利率有所压降。
		业态情况 24 年调改了 2 家店：解放碑英利店和江南商都店，均位于核心商圈，面积 3000 平+，坪效 4000-5000 元，自营占比接近 80%，联营商品占比大幅下降。
		场：4000 平，3500 平是经营、500 平是后场。
品质店	主要调整措施/调改成效	货：新上了很多品，如门口附近的家居家用；生鲜会上帝王蟹；所有的 3R 品等。整体 SKU 从 1.4 万个到 1.1 万个，汰换 70%，一些是胖东来同款。品类结构：大生鲜（3R 蔬果肉禽）45%（烘焙占比 2-3%，2-3 千元），杂百 55%。
		调改成效：调改后收入增长 20-25%，客流增长 25-30%。客单价持平。
		业态情况 2025 年调改的重要方向，25 年计划调整 31 家。
		自营占比接近 90%，联营商品占比大幅下降，供应链发生质变，调改试点效果非常好，调改试点店的面积接近 2000 平，坪效 2500 元左右，后续会继续对店型进行打造
		调改店预计稳态后的利润率 预计生鲜折扣店 2%（定位大众），精致超市 2.5%（定价整体更高、主推自有品牌等）。

数据来源：公司财报，百年重百公众号，广发证券发展研究中心

三、永辉超市调改：破釜沉舟，困境反转

（一）调改启程，壮士断腕

永辉于2024年起启动调改，从人、货、场底层逻辑和企业文化等方面向学胖东来学习经验，对原有店面进行调整。本章节将从三个问题切入来详解永辉调改情况：调改进度如何？如何从人货场三个角度调改？调改效果如何？

1. 调改进度如何？

公司于2024年6月起在河南郑州开出首家胖东来调改店，到2025年1月底（春节前）在18个城市总共调改了41家门店，并计划于2025年调改100余家门店，目前已公开首批调改门店名单，涉及15个城市的20家门店。

调改团队层面，公司调改由他改逐步进阶为自主调改，即以胖东来手把手细致调改为起点，后续调改店由永辉自主调整。郑州的信万广场门店是此轮调改的首家

门店，作为调改的样板门店，因郑州距离胖东来总部许昌市较近，胖东来团队亲赴该店承担所有调改任务，同时永辉其他省区的主要领导来郑州学习调改过程，再回到各自管辖地区进行自主调改。

随着自主调改店增多，以及调改店布局的城市增加，永辉的调改团队经验逐步沉淀、以及相应供应链体系逐步完善，在已有调改店的区域的调改进度也逐渐加速，后做的调改店整体调改水平得到提升优化。

图 24：永辉超市学习胖东来自主调改全国已开业门店41家



数据来源：永辉同道公众号，广发证券发展研究中心

图 25：2025年永辉首批调改门店



数据来源：永辉同道公众号，广发证券发展研究中心

2. 如何从人货场三个角度调改？

胖东来调改前期主要是服务（人）、货（产品直接输出、已选好的品等）、场（表面装修和后台设备等），再到供应链（涉及品控流程优化等）、自有品牌孵化、

中央厨房建立等深度调整。

人：全面培训员工的服务力，同时增加员工福利，充分激励调动积极性。

（1）团队更新：调改店新招员工，区域内首家调改店人数会高达200人以上，集中培训后为后续其他同区域调改店储备人才。

（2）重中之重是全面提升员工的服务能力：新员工根据负责品类安排生鲜、加工、运营、后勤等各个环节的，白天要求员工保证货架整齐、店面干净等，晚上要求员工营业后每日复盘。

（3）实打实提升福利，增加了对一线员工的人文关怀：硬性方面，调改店大多对店长等管理层和普通员工均有涨薪。根据公司官网，首家调改店郑州信万广场店全员加薪，基层员工涨薪超1000元，北京喜隆多店、杭州临平万达店等多店员工工资涨幅超20%。根据联商网，永辉州奥体店（首家全国调改旗舰店）的员工整体工资提升幅度超20%。软性层面，公司增加员工休息区等基础设施、缩短营业时间、增加10天年休假、为员工发放生日和节日福利卡等举措，增加员工的获得感和归属感。例如福州奥体店扩大了员工就餐面积、卫生间配套，增设母婴室，规划员工休息室，员工平均每天工作时间不超过8小时，未来还会逐步增加休假时间。

表 9：永辉部分调改店“人”的调整情况

门店	员工人数	薪资	福利与设施
福州奥体店		整体工资提升幅度超 20%	
福州大儒世家店		整体员工工资提升约 30%	
郑州盛华里店		员工工资从 2800 元/月提升至 4500 元/月	
杭州临平万达店		平均上涨约 30%	1) 缩短营业时间，平均每天工作时间不超过 8 小时
郑州新郑龙湖锦艺城店	员工及储备学员由 100 多人增至 160 人		2) 增加年休假，入职满一年享 10 天年休假
重庆南坪万达店		一线员工最低工资从 3000 元提升至 5000 元以上	3) 增设/装修升级员工更衣室、休息室等基础设施
北京喜隆多店		最低工资从每月 4000 元提升至每月 6000 元，一线员工工资平均提升 20%+	4) 设置短期激励奖，额度为 500-2000 元/人/月
郑州裕华广场店	一线员工由 89 人增至 300 人	基层员工工资增加至 4500 元/月起	5) 进行员工实操标准化培训
西安中贸广场店		提高全员薪资，部分基层员工薪资增加幅度不少于 1500 元	6) 在生日、节日发放福利卡，为员工提供 9.2 折购物优惠
郑州瀚海海尚店	门店编制由 64 人增至 200 人	基层员工最低工资从 2800 元增加至 4500 元起	
郑州信万广场店	门店编制由 79 人增至 149 人	全员加薪，基层员工涨薪 1000+元	

数据来源：公司官网，联商网，广发证券发展研究中心

货：“宽类窄品”大幅汰换产品供给，直接上架胖东来自有品牌产品，同时胖

东来遴选的商品直接通过供应链输送。

(1) 供应链去KA式调整，“宽类窄品”大刀阔斧更细产品供给：永辉调改店SKU总数通常在1-1.5万个，调改前后的汰换率在60%-80%。不同于传统门店的KA式供应链体系，调改店几乎去掉后台毛利，货品供给整体更为透明、高效，短期内导致门店的毛利率有所下降，但从长期来看，随着产品结构稳定和规模效应释放，门店毛利将回升、且更可持续。

(2) 增加烘焙、熟食面点等加工品类区域，商超半餐饮化：原先永辉门店的烘焙/熟食品类的销售额占比忽略不计，现调改店会大幅增加烘焙、熟食等加工品类的供给面积和SKU占比，通过引流品增加客流，以此提高标品用品的连带率。

图 26：永辉郑州新郑龙湖锦艺城店熟食面点区域



数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

(3) 自有品牌：调改起初会上架百来支DL自有品牌产品，起到大幅吸引客流来调改店的作用，后续逐步增加自有品牌。比如，郑州信万广场店引入烘焙类的网红“大月饼”、熟食、DL果汁、DL精酿小麦啤酒、自由·爱白酒、DL燕麦片、DL洗衣液、DL毛巾等70多个商品。

图 27：永辉郑州信万广场店胖东来自有品牌专区



数据来源：大众点评，广发证券发展研究中心

表 10：永辉部分调改店货品调改情况

门店	下架商品	新增商品	和胖东来 SKU 重复度	DL 单品数 量	备注
福州奥体店	淘汰超 4500 支单品	共 12000 个 SKU， 新增单品 9400 支， 占比超 78%	65%+		全国调改旗舰店
福州大儒世家店		新增比 63%			首次打造“福州特色商品馆”
郑州盛华里店	下架单品 7845 个，下架 比 68.2%	新增比 74.1%	90%+		
杭州临平万达店	下架单品 8610 个，下架比 70%	新增 6851 支商品， 新增比 60%+	80%+		进口商品占 20%
郑州新郑龙湖锦艺城 店				70 余支	
合肥方圆荟店		规划 15400+支单品， 新增比 65.4%	80%		烘焙、熟食等鲜食比例从原 先的 5%增至 20%-30%
重庆南坪万达店	下架单品 10685 个，下架 比 71.8%	新增商品 7527 支， 新增比 60%	80%+		新开辟了火锅专区
深圳卓悦汇店	烘焙和熟食类商品汰换升级 比例超 90%		近 80%	20+支	门店约 9800 支单品中，进口 商品占比由原来的 7%提升到 21.3%
郑州裕华广场店		新规划单品 13477 个，新增比 80.9%	90%+		
福州公园道店	下架比近 80%			20 余支	
郑州瀚海尚店		商品 sku 增加 10%			
郑州信万广场店	下架单品 10841 个，下架 比 81.3%	新增商品 12581 个， 新增比 80%	90%+	70+支	第一家调改店

数据来源：公司官网，永辉同道公众号，联商网，广发证券发展研究中心

同时，公司重资投入中央厨房，烘焙品类初试牛刀。该工厂从24年9月开始建设，于25年1月烘焙车间首次投产，实现自动化、智能化生产，该烘焙车间约3000平米，有4条生产线（能生产吐司、餐包和冷冻面团等）。用材方面，原材料以天然食材为主，包括优质进口小麦研磨的面粉、天然的黄油、天然酵母等。员工方面，车间员工在胖东来中央厨房进行了近1个月的学习，吸收了胖东来的标准化管理模式、运营模式、食品安全管理模式等。该中央厨房预计能支持和覆盖福建省和江西省的门店销售。调改店的烘焙产品实现了添加剂“三去”，即去防腐剂、去人造奶油和起酥油、去氢化植物油和代可可脂，秉持食品安全可靠。未来，永辉中央厨房将持续完善熟食车间、包点车间、净菜车间等，从生产端加强对食品安全的把控，研发健康、美味的食品。

图 28：永辉调改店的烘焙区



数据来源：永辉同道公众号，广发证券发展研究中心

图 29：永辉奥体店门店展示



数据来源：联商网，广发证券发展研究中心

图 30：永辉超市中央厨房烘焙车间



数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

场：取消动线，高投入全面升级门店装修，焕然一新

（1）优化卖场环境，增强可逛性：公司重新设计了调改店布局，取消了强制动线、拓宽了卖场通道。在入口处取消了原有的外租区域，新增了烟酒柜、扩大了烘

焙、现场加工、熟食区等区域，以更流畅的卖场动线为顾客提供方便舒适的购物环境。

(2) 重新装修，提供细节服务：针对顾客休息区，调改店增加了微波炉、一次性纸杯、护手霜、充电宝、公平秤等便民设备，优化消费者的购物体验。门店新增了生鲜、散称杂粮、卖场端架等设备设施，如郑州信万广场店整体硬件设施更新占比达到45%。

表 11：永辉部分调改店“场”的调整情况

调改项目	调改前	调改后	效果
动线设计	强制动线	自由流动	增加购物的舒适性和便捷性
货架	中岛货架两米多高	中岛货架统一降至 1.6 米	拓宽了顾客的视野范围，也更加方便顾客进行物品的选择
过道	较狭窄	拓宽主副通道，购物通道宽敞明亮	视野更加通透，沉浸式体验空间
鲜食区域	面积较小	扩大熟食加工区经营面积，增加油炸、蒸卤、烘烤等加工设备	更好的满足顾客需求
商品陈列	简单陈列	优化陈列位置，酒水区、日用品区、熟食区等排列有序，堆叠排列、颜色搭配	更具美感，方便顾客进行物品选择
灯光	日光灯	射灯	灯光聚焦商品，更好地展示商品的面貌
新风系统	无	加装大型新风系统	清除干货异味
便民设施	较少	新增顾客休息区，包括洗手池、湿纸巾、直饮水、一次性水杯、血压计、身高体重测量仪等便民设施	为顾客提供更加贴心、便捷的服务体验
收银区		增加收银台数量和自助收银机	减少顾客排队时间
设备		全方位维护更新设备	保障服务能力
加工区		透明的档口设计	增强消费者的交互感
区域特色区	较少	开辟地方特色专区	因地制宜的满足了当地顾客的需求

数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

3. 调改效果如何？

调改完成后初期，调改店均迎来客流翻倍、日销破百万元的盛况，在经历数周旺季后，门店的客流会有所回落，但客流和日销仍稳定在了远高于调改前的水平。最早的郑州信万广场店于6月19日开业，7月份销售额5835万，达到了187万元/日，是调改之前日均销售额的13.9倍。8月份在郑州开业了第二家调改店，在有所分流的情况下，首家调改店仍然热度不减，开业后近3个月内日均销售额达163万元，日均客流超1万人次，分别为调改前的14.8倍和5倍。

整体来看，我们认为调改成效短期关注客流，中期关注日销持续性、稳态日销水平等，长期关注公司所有门店营收和利润表现，当前公司调改仍处于上半场。早期调改店的客流和日销战绩，更多源于胖东来流量外溢效应，而调改的实际效果应根据峰值回落后的稳态水平进行判断。第一阶段，由于胖东来声名远扬却只开于河南一隅，永辉调改店以“胖改店”的名义重新开业后，消费者进店也是出于猎奇心态和购买DL自有品牌，客流爆发式增长，日销可达百万元。第二阶段，随着同一城市的调改店增加，以及消费者尝新后购物需求回归平时，客流和日销有所回落。随着

调改门店城市的增加、以及自主调改店运营时间拉长，公司的各方面调改开始更追求细节和深度。其他胖东来的“弟子”商超虽都有类似的调整，但整体来看不管是调改的深度、还是力度，永辉都是全国商超中投入最有决心的。

表 12：调改后门店销售梳理

门店名称	区域	调改类型	开业日期	调改后表现
福州奥体店	福建	自主调改	2025.1.15	开业第四日：日销超 300 万，同比增长 585%
杭州临平万达店	浙江	自主调改	2024.12.12	前四日：销售额达 640 万元，同比增长 332%，超 19 万人进入超市，其中支付客流达 7.3 万人次
郑州新郑龙湖锦艺城店	河南	胖东来帮扶	2024.11.29	开店首日消费客流超 1.8 万人次，环比调改前增长 10.3 倍 开业两日日均销售额突破 200 万
合肥方圆荟店	安徽	自主调改	2024.11.28	开业第二日：单日销售额突破 220 万
重庆南坪万达店	重庆	自主调改	2024.11.15	前三日：累计超 18 万客流量，消费客流达 4.8 万人次，累计销售额达 513.4 万元，同比增长超 500%；3 天总销售额同比提升 122%
深圳卓悦汇店	广东	自主调改	2024.11.8	前三日：消费客流超 5 万人次，销售额约 550 万元，日均消费客流约为调改前 4.2 倍，日均销售额约为调改前 8 倍。其中，8 日、9 日连续两天客流刷新历史记录，9 日单日销售额超 200 万元
福州长乐万星店	福建	自主调改	2024.11.1	开业五天：销售额近 800 万
成都文华广场店	四川	自主调改	2024.10.11	前三天：40761 人次的支付客流，超 8 万人进入超市，销售总额达到 431.2 万，日均销售额 143.7 万，在每一天都考虑到顾客体验提前限流的情况下，日均销售额依然达到了调改前的 7 倍 试营业首日：近 1.35 万名市民前来体验和消费，当日销售额突破 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
福州公园道店	福建	自主调改	2024.9.12	中秋：销售额近 600 万元，客流破 5.6 万人次 首周：销售额超 1000 万元 开业两日日均销售额达到 160 万元（增长 7 倍以上），门店日均客流超 1.4 万人（增长近 5 倍）
西安中贸广场店	陕西	自主调改	2024.8.31	中秋：销售额接近 540 万元，客流量突破 4.2 万人次
郑州瀚海海尚店	河南	胖东来帮扶	2024.8.7	8 月份调改后销售额为 108 万/日，是之前的 8.2 倍，客流提升近 10 倍 7 月份销售额 5835 万，达到了 187 万元/日，是调改之前日均销售额的 13.9 倍。
郑州信万广场店	河南	胖东来帮扶	2024.6.19	开业后近 3 个月内日均销售额达 163 万元，日均客流超 1 万人次，分别为调改前的 14.8 倍和 5 倍

数据来源：公司官网，每日经济新闻，联商网，广发证券发展研究中心

图 31：永辉超市合作建设的琅岐基地



数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

图 32：永辉奥体店“福州特色商品馆”



数据来源：联商网，广发证券发展研究中心

公司成立调改小组，叶总领头，明确**2025年主要任务为减亏**，同时上调了**25年门店调改数量和全部调改完成时间点**，公司规划的关店进度提速超预期。3月17日，永辉超市召开2025年第一次临时股东大会，进一步明确了25年主要业绩计划、自有品牌、调改进程等方案。（1）2025年永辉超市的关键词是减亏，减亏主要抓手是“三提两降”，即提人效、提业绩、提毛利；降成本、降费用。公司成立调改小组，由叶总担任组长。（2）25年公司调改门店总数上调至200家左右，关店250-350家，计划至2026年完成所有存量门店的调整，公司会集中关闭尾部店和调改中部店并行。（3）叶总明确未来永辉的自有品牌收入占比将提到40%，目前仅占比5%-15%。名创优品将与永辉合作开发自有品牌，发挥自身优势（品牌营销、提毛利等）来提升公司业务表现。（4）小店型战略意义提升。公司目前大部分门店面积在3000-5000平，未来将尝试推出2000-3000平的小店，提供0.8-1万个SKU，做到好品质、好价格、好毛利。

（二）历史复盘：拥有创新和自我革命基因，历史改革差在深度不足

复盘永辉发展历程，不难看出公司富有创新精神，在每次产业迭代升级的时候率先拥抱变化、积极尝试。

1.公司积极创新各类店型、业态，响应市场不同需求。

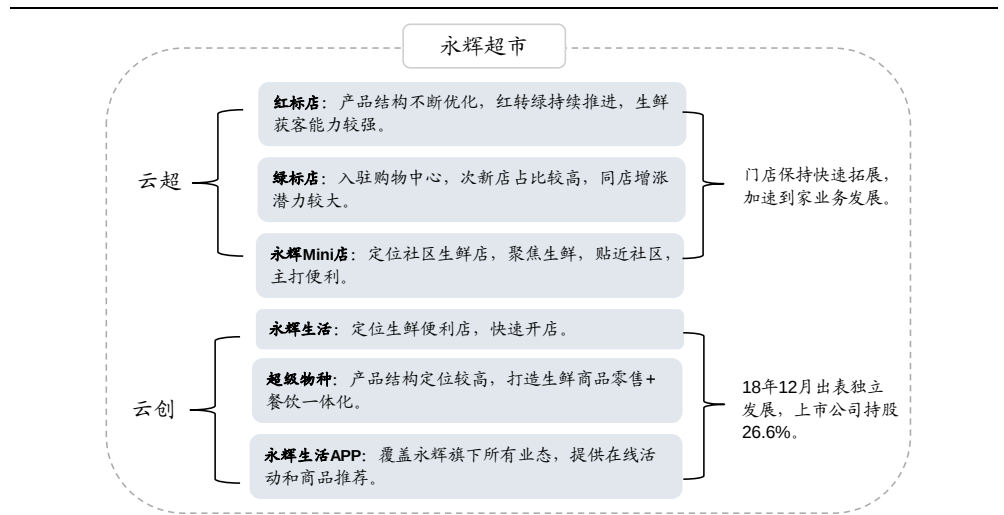
永辉超市以不同业态匹配消费者不同需求并持续进行业态革新，前后推出过永辉生活、超级物种、卫星仓等（后打包为“云创”出表），前端主要业态尝试过分为红标店、绿标店以、永辉Mini店、仓储会员店，其中红标店和绿标店为公司的主力业态。永辉Mini店是公司2019年新试点业态，于2018年底推出，定位社区生鲜店，贴近社区、聚焦生鲜，主要满足家庭一日三餐的需求，布局重庆、成都、福州、合肥等地。相较于大卖场需要更大的门店承载力（约需10万人的购买力支撑盈利），永辉mini店依托周边社区即有机会实现盈利（3000户，约1万人），因此mini店可下沉更深，与传统大卖场形成子母店模式，填补大卖场间的空白，覆盖更广受众。同时由于mini店和大卖场产品定位相近，仅产品结构有所差异（mini店生鲜占比更高，大卖场品类更全），因此在商品供应链端可实现共享。

表 13: 永辉的新业态尝试

名称	定位	首店开业时间	结果
超级物种	零售+餐饮，面积 500 m ² ，SKU 近 1000 个，选址以写字楼密集区、高端住宅区及领先的购物中心为首选	2017 年初	高峰期门店达 80 家，2019 年之后，超级物种开始逐步关店，2021 年公司回归超市主业
永辉 mini	“家门口的永辉”，高频、中低客单价的消费场所	2019 年	2020 年 10 月-2021 年 3 月年关店 336 家，以失败告终
正品折扣店	店中店的经营模式，持续性地向消费者提供低价格的商品	2023 年	公司 2024 年持续增加“正品折扣店”的数量

数据来源：公司官网，新经销，《财经》杂志，长江商报，第一财经，职业零售网，广发证券发展研究中心

图 33: 2018年公司前端业态的布局情况

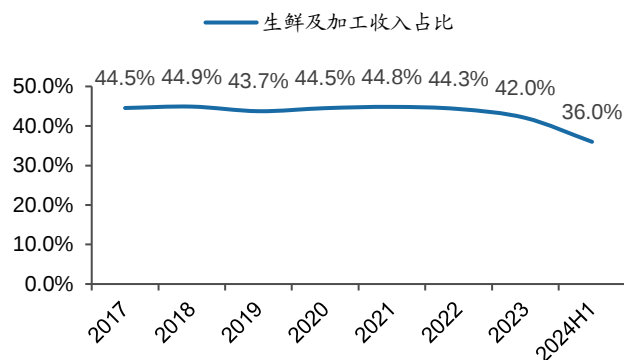


数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

2.切中要害，聚焦提升生鲜供应链经济效益。

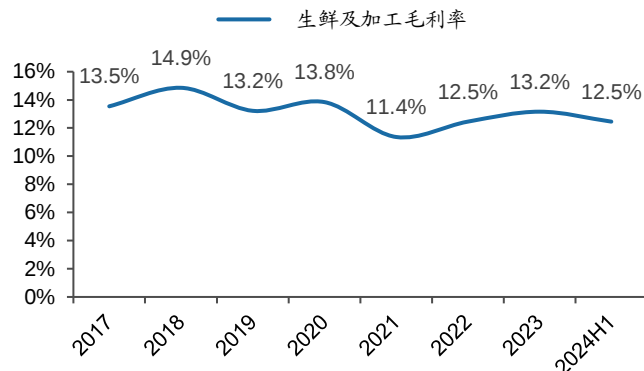
生鲜具有高频、刚需、电商渗透率低等特点，是商超的核心引流品种，公司聚焦优势的生鲜品类，不同于家乐福等商超品牌将生鲜区租赁外包，公司始终坚持生鲜自营，不断夯实生鲜的终端运营能力，2017年永辉的生鲜毛利率、生鲜损耗率均处于行业最优水平且保持稳定。截至18Q4，永辉超市物流中心已覆盖全国17个省市，总运作面积45万平方，员工人数约2000人；其中常温配送中心（含中转仓）分布17个省区，定温配送中心（含中转仓）8个，常温及集成中心17个。强大的物流体系为提供高质量、低价格、多样化的生鲜产品提供基础。

图 34: 永辉的生鲜收入占比持续高于40%，24年有所下降



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 35: 永辉历年生鲜毛利率

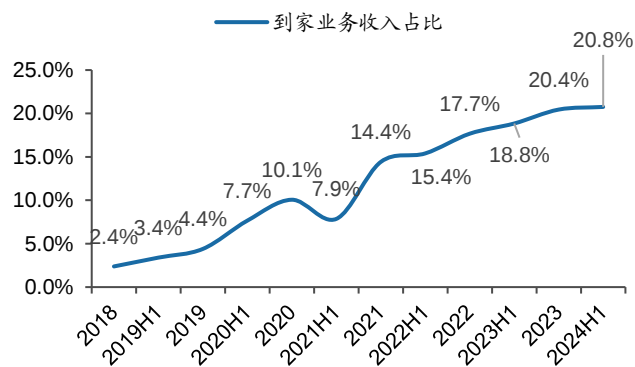


数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

3.布局到家业务，线上线下打通。

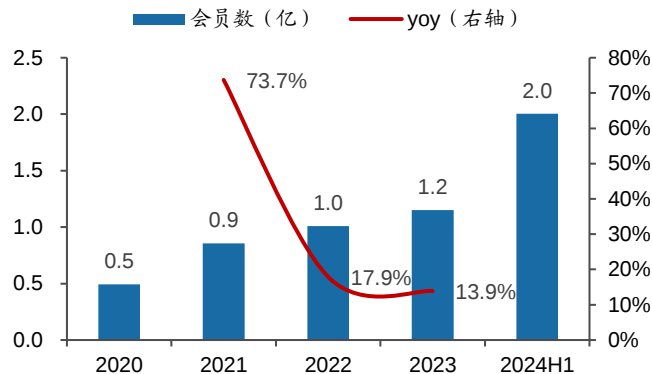
公司对“到家”业务的布局从未止步。不同于云创大刀阔斧的对传统业态进行颠覆式创新，包括孵化“零售+餐饮+APP”体验式消费的超级物种、线上流量入口永辉生活APP等，云超到家业务更多是基于现有到店业务的延伸，以获取线上的增量市场，此模式可兼顾基于门店覆盖能力以外的增量市场和门店整体的盈利能力，也较云创业务更为稳健发展。综合来看，公司线上业务保持快速发展，2019年到家业务销售占比4.4%，到家业务销售额同比增长108.9%。云创业务出表后，公司主力大店和Mini店继续借助永辉生活APP和京东到家等平台开展到家业务，永辉自身则专注于前端门店及后端商品供应链的运营。

图 36: 永辉到家收入占比



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 37: 永辉整体会员数和同比增速

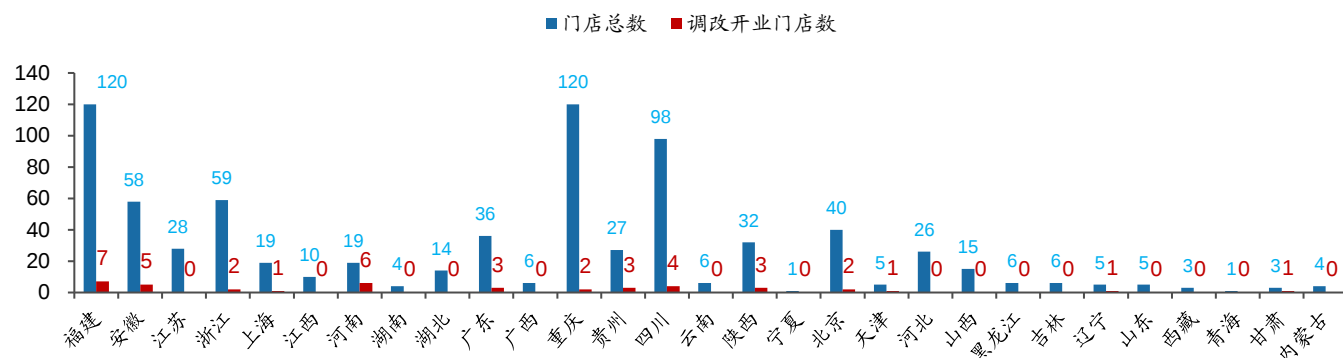


数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

(三) 未来调改展望: 由浅入深, 由表及里

调改是对细节的打磨，公司暂无公开量化考核目标，虽展露较大调改决心，但并不急功近利。公司暂未公开明确的销售额目标，领导班子巡店检验调改成效的时候也并非只看销售表现，以“五色卡”的形式考核门店综合服务能力。

图 38: 公司各省份门店总数（家）和调改开业门店总数（家）



数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

调改后单店模型大幅优化，理想状态下调改店进入稳态后单店利润率在2%-4%区间。我们为对比调改前后单店表现，做出以下假设：（1）店销：调改早期，永辉大部分调改店为亏损门店，假设稳态水平下门店销售额在80万元。（2）毛利率：产品汰换率较高，前台、后台毛利结构变化较大，综合毛利率整体稳中有升。（3）人工费用：随着烘焙、熟食、餐饮等服务性区面积增加，门店员工人数较之前增加，同时员工福利和薪酬整体改善。（4）折旧摊销：在门店原有折旧摊销基础上，新增调改费用的折旧摊销。公司单店的调改费用估计在600-1200万元左右，一般门店面积越大、后台设备更新力度越大，调改费用越高。

表 14: 永辉调改前后单店盈利结构对比

	调改前 (万元)	占比%	调改后 (万元)	占比%	备注
年销售额	5250	100.0%	28000	100.0%	假设一年 350 天营业
日销	15		80		
经营面积 (平米)	4000		3600		
坪效 (万元/平米/年)	1.3		7.8		
综合毛利	945	18.0%	5320	19.0%	
前台毛利	630	12.0%	5040	18.0%	
后台毛利	315	6.0%	280	1.0%	
费用项: 主要变化项					
人工费用	384	7.3%	1404	5.0%	
员工数 (人)	80		180		调改店刚重新营业的时候，员工数在 180-220 人左右，后续会有所压降
平均工资 (元)	4000		6500		平均涨幅在 30% 左右，店长涨幅更大
折旧摊销	80	1.5%	240	0.9%	
原有规模	80		80		
调改投入			800		整体调改费用在 600-1200 万元区间，取中间值
新增规模			160		假设 5 年摊销
其他费用项:					
租金	480	9.1%	480	1.7%	
水电费	158	3.0%	896	3.2%	

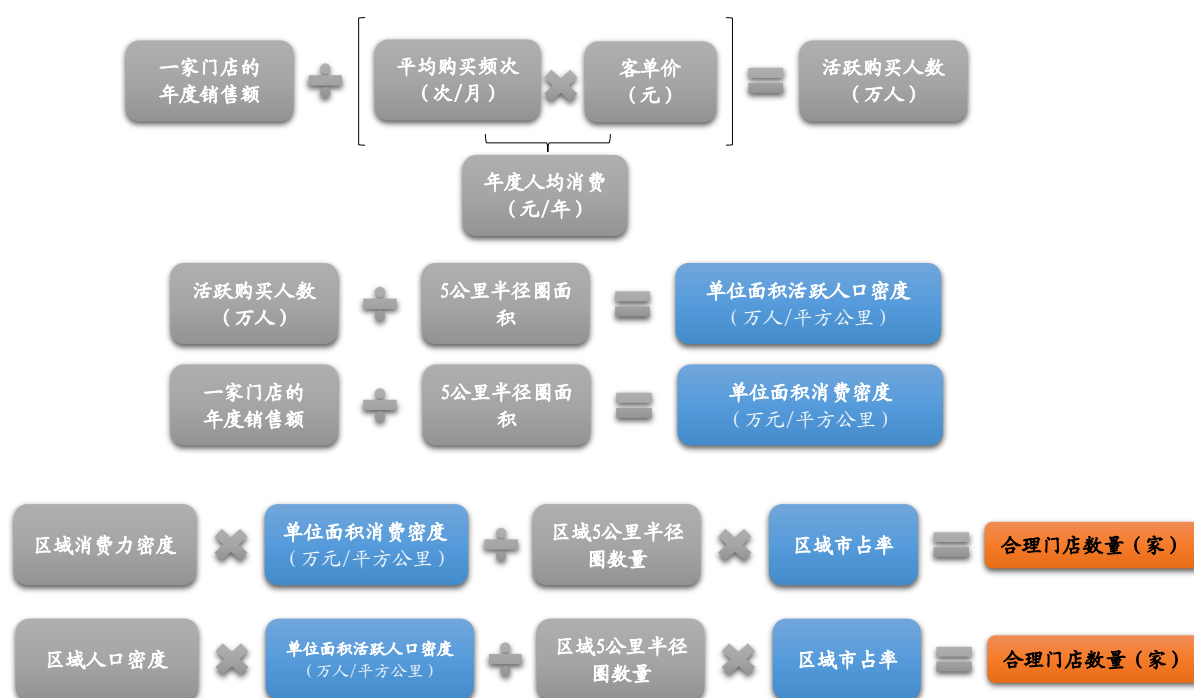
物流耗材费用	147	2.8%	924	3.3%
总部费用（管理、营销等）	42	0.8%	336	1.2%
净利润	-345.5	-6.6%	1040	3.7%

数据来源：广发证券发展研究中心

2024年公司盘点门店，快速关闭尾部门店，并划出适合调改的门店。经过一年尾部门店清理后，我们预计24年年底公司门店总数在800家左右，盈利的门店近半，25年继续推进关闭长期亏损的尾部门店；同时，考虑到同一城市中如有新开调改店，存量未调改门店的销售额会断崖式下降，永辉总门店数将持续下降。

关于稳态水平下永辉门店总数数量，我们进行以下推算：（1）假设一家门店平均年度销售额60万元，假设每个消费者的平均购买频次和客单价，得出年度人均消费，进而算出每5公里半径圈活跃购买人数，推导出单位面积人口密度和单位面积消费密度。（2）方法一，根据消费密度算：我们根据每个省份的人口、可支配收入的数算出每个省份的消费力强度，根据省份的城镇面积算出5公里半径圈的数量，进而以单位面积消费密度、永辉在该地区市占率（假设）算出该省份公司的合理门店数量。（3）方法二，根据活跃消费者密度算：我们根据区域人口数量和面积算出人口密度，与方法一同理算出该省份公司的合理门店数量。我们估算公司在全国的理想门店数在400-500家左右。

图 39：稳态水平下永辉门店总数估算逻辑



数据来源：广发证券发展研究中心

供应链建设：因地制宜要求更高，自有品牌逐步加码，单店模型精益求精发展。（1）集团整体：中央厨房和配送中心逐步完善，区域资源调度和接洽效率提升，同时，公司自有品牌逐渐放出声量。（2）地方表现：随着公司各大战区启动调改，以及调改门店的单店模型逐步完善，公司从爆品研发、到人货场都能有更为因地制宜和精细化的调改动作。

期待未来和名创优品双向赋能，目前已经看到TOPTOY等品上架。名创优品为可选消费、兴趣消费零售的执牛耳者，收购永辉股权后，二者会开始探索供应链、产品开发等层面的合作，互相赋能。名创优品的产品创新和品牌运营能力较强，未来将支持永辉进行自有产品开发和品牌打造（如能凭借产品开发和优质供应商等优势辅助永辉改善盈利水平），而永辉可以在必需品品类对名创有所补充。2024年12月重新开业的永辉上海金山店，首次上架名创旗下TOPTOY的产品。

图 40：永辉上海金山调改店首次出现名创旗下TOPTOY产品



数据来源：广发证券发展研究中心

四、盈利预测和投资建议

（一）主营业务拆分及收入预测

零售主营业务：公司 25 年调改进程加快，根据前文分析的 24 年公司门店的表现来看，调改店的日销较调改前会翻倍增长，后续冲高回落进入稳态期日销也较调改前有显著提升。同时，公司清点亏损门店，整体收入质量转好。我们预计 2024-2026 年公司零售主营业务收入分别为 635.2/661.7/728.5 亿元，同比变化-13.8%/4.2%/10.1%。

调改初期，因门店 SKU 调整较大，零售业务整体毛利率会短期有所承压。随着公司各地调改经验沉淀、单店模型打磨更为精细，公司门店品类结构优化，毛利率整体能保持企稳，我们预计 2024-2026 年公司零售主业毛利率为 15.0%/15.3%/15.3%，同比变化-1.3%/0.3%/0.3%。

服务业：服务业收入主要为从供应商取得的收入，包括向供应商收取的仓储服务费、展示有关的服务费，以及招商的租金收入等，我们认为增速较为稳定。我们预计 2024-2026 年公司服务业收入分别为 51.8/54.4/57.1 亿元，同比变化 5.0%/5.0%/5.0%，毛利率维持在 94.7%。

表15：公司业务拆分及盈利预测

单位：百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
（一）零售主营业务				
营业收入	73709.99	63518.28	66172.88	72847.25
YoY	-12.38%	-13.83%	4.18%	10.09%
营业成本	61679.65	53990.54	56048.43	61701.62
毛利润	12,030.34	9,527.74	10,124.45	11,145.63
毛利率	16.32%	15.00%	15.30%	15.30%
（二）服务业				
营业收入	4932.18	5178.79	5437.73	5709.62
YoY	-17.28%	5.00%	5.00%	5.00%
营业成本	260.17	273.18	286.84	301.18
毛利润	4672.01	4905.61	5150.89	5408.43
毛利率	94.72%	94.72%	94.72%	94.72%
合计				
主营业务收入	78642.17	68697.07	71610.61	78556.87
YoY	-12.71%	-12.65%	4.24%	9.70%
营业成本	61939.82	54263.72	56335.27	62002.81
毛利润	16702.35	14433.35	15275.34	16554.06
毛利率	21.24%	21.01%	21.33%	21.07%

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心预测

期间费用拆分及预测：公司 24-25 年调改店较多、在各地会加大营销投放，因此销售费率会短期内提高，随着调改店逐步成熟，门店的客流更多由门店质量保持，

整体销售费率能有所下降。25 年整体门店经营质量改善，员工人效逐步提升，管理费率将有所下降。公司调改门店设计前后场、一次性花费规模较大，资金周转需求下财务费率企稳。我们预计 2024-2026 年公司销售费率为 18.5%/17.8%/17.8%，管理费率为 2.8%/2.4%/2.4%，研发费率维持在 0.4%，财务费率维持在 1.5%。

考虑到公司 24 年是调改启动年，同时关闭和清理了一批尾部门店，资产减值损益、信用减值损益等开店、闭店的相关费用会短期内承压。25 年调改力度和存量店铺处理进程持续，随着调改推进到 26 年，门店整改接近尾声，随着调改经验沉淀、调改费用投入更有的放矢，整体财务指标将有所好转。

综上，2024-2026 年公司整体实现收入分别为 687.0/716.1/785.6 亿元，同比变化-12.6%/4.2%/9.7%；2024-2026 年公司归母净利润分别为-14.1/0.7/2.2 亿元，同比变化-5.8%/104.7%/237.5%。

表16：公司期间费用拆分及预测

单位：百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
销售费用				
销售费用额	14680.13	12674.61	12746.69	13983.12
YoY	-7.4%	-13.7%	0.6%	9.7%
销售费用率	18.7%	18.5%	17.8%	17.8%
费用率 YoY	1.1%	-0.2%	-0.7%	0.0%
管理费用				
管理费用额	1887.15	1923.52	1718.65	1885.36
YoY	-7.8%	1.9%	-10.7%	9.7%
管理费用率	2.4%	2.8%	2.4%	2.4%
费用率 YoY	0.1%	0.4%	-0.4%	0.0%
研发费用				
研发费用额	318.27	274.79	286.44	314.23
YoY	-34.0%	-13.7%	4.2%	9.7%
研发费用率	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
费用率 YoY	-0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
财务费用				
财务费用额	1,323.05	1,030.46	1,074.16	1,178.35
YoY	-14.0%	-22.1%	4.2%	9.7%
财务费用率	1.7%	1.5%	1.5%	1.5%
费用率 YoY	0.0%	-0.2%	0.0%	0.0%
合计				
期间费用额	18208.60	15930.85	15825.95	17361.07
YoY	-63.1%	-47.3%	-1.8%	38.8%
期间费用率	23.2%	23.2%	22.1%	22.1%
费用率 YoY	1.0%	0.0%	-1.1%	0.0%

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心预测

（二）估值分析与投资建议

永辉超市主营线下商超业务，因此我们选择同业务的家家悦、红旗连锁、中百集团、步步高为可比公司，从营收规模、门店布局的角度来看，永辉超市领先于其他公司，同时，此轮线下商超调改潮也主要由永辉、步步高等引领开始，在自有品牌建设、“胖改”等角度，永辉的调改力度之深、范围之广都领先于可比公司，因此调改对于永辉的业绩弹性也大于可比公司。

考虑到永辉 24-25 年集中调改和关店，短期内一次性的调改费用和关店费用、以及供应链转型导致的费用较高，短期利润承压，公司调改对于业绩的改善路径应为日销、整体收入端、毛利、净利，公司调改从长计议，短期业绩承压是为了后续供应链和门店经营可持续，因此我们认为当前阶段公司适用于 PS 估值法。

以 2025 年 4 月 1 日收盘价为基准，可比公司盈利预测取 wind 一致预期，2025-2026 年可比公司平均 PS 估值为 0.67x/0.58x。参考可比公司估值，且零售行业近期整体景气度和估值有所提升，我们给予公司 2025 年 0.8x PS 估值，合理价值为 6.31 元/股，给予“买入”评级。

表 17：可比公司盈利预测与估值（截至 2025 年 4 月 1 日收盘）

公司名称	公司代码	市值（亿元）	营业收入（亿元）			PS 估值水平		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
家家悦	603708.SH	63.45	184.56	195.46	203.14	0.34	0.32	0.31
红旗连锁	002697.SZ	71.40	105.11	109.24	113.75	0.68	0.65	0.63
中百集团	000759.SZ	49.98	128.03	140.84	154.92	0.39	0.35	0.32
步步高	002251.SZ	105.40	28.77	77.94	101.04	3.66	1.35	1.04
行业平均						1.27	0.67	0.58

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

注：可比公司归母净利润采用 Wind 一致预期

五、风险提示

（一）消费情绪不及预期

如消费信心不足，消费者的购买力和购买意愿下降，将影响公司业务量及盈利水平。

（二）市场竞争加剧

国内商超企业前后启动调改，公司的产品和门店的相对优势有所削弱，区域内竞对或将抢占公司市场份额。

（三）资金周转风险

考虑到公司集中调改和关店，一次性调改费用和关店费用较高，公司现金流短期或将承压。

资产负债表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	24,537	19,036	19,269	22,862	27,482
货币资金	7,616	5,839	9,126	13,407	17,799
应收及预付	1,920	1,607	1,274	1,268	1,353
存货	10,467	8,269	6,535	6,511	7,067
其他流动资产	4,535	3,321	2,335	1,676	1,264
非流动资产	37,606	33,016	29,135	26,204	23,379
长期股权投资	3,640	3,232	2,032	1,632	1,232
固定资产	4,114	3,842	3,842	3,842	3,842
在建工程	383	240	240	240	240
无形资产	1,314	1,038	1,038	1,038	1,038
其他长期资产	28,155	24,664	21,982	19,452	17,027
资产总计	62,143	52,052	48,404	49,066	50,861
流动负债	29,067	24,727	22,653	23,242	24,789
短期借款	6,528	5,130	5,130	5,130	5,130
应付及预收	12,352	9,922	8,681	9,013	9,919
其他流动负债	10,187	9,675	8,842	9,099	9,740
非流动负债	25,419	21,390	21,342	21,342	21,342
长期借款	2,070	350	350	350	350
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	23,349	21,040	20,992	20,992	20,992
负债合计	54,486	46,117	43,995	44,584	46,131
股本	9,075	9,075	9,075	9,075	9,075
资本公积	4,292	4,315	4,315	4,315	4,315
留存收益	-5,639	-6,968	-8,373	-8,307	-8,084
归属母公司股东权益	7,466	5,939	4,535	4,601	4,824
少数股东权益	191	-4	-127	-119	-94
负债和股东权益	62,143	52,052	48,404	49,066	50,861

利润表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	90091	78642	68697	71611	78557
营业成本	72361	61940	54264	56335	62003
营业税金及附加	204	218	158	165	181
销售费用	15850	14680	12702	12747	13983
管理费用	2046	1887	1924	1683	1846
研发费用	482	318	275	286	314
财务费用	1538	1323	633	574	497
资产减值损失	-635	-523	-900	-400	-200
公允价值变动收益	-595	-76	0	0	0
投资净收益	-105	396	275	286	314
营业利润	-3298	-1476	-1591	77	258
营业外收支	79	114	0	0	0
利润总额	-3218	-1361	-1591	77	258
所得税	-219	103	-64	3	10
净利润	-3000	-1465	-1528	73	248
少数股东损益	-237	-136	-122	7	25
归属母公司净利润	-2763	-1329	-1406	66	223
EBITDA	3212	3293	1578	3191	3311
EPS (元)	-0.30	-0.15	-0.15	0.01	0.02

现金流量表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	5,864	4,569	1,842	3,977	4,070
净利润	-3,000	-1,465	-1,528	73	248
折旧摊销	3,972	3,597	2,536	2,541	2,555
营运资金变动	2,339	1,047	-384	737	897
其它	2,552	1,389	1,217	626	370
投资活动现金流	-87	256	1,878	1,043	1,060
资本支出	-1,194	-656	-25	-14	-6
投资变动	1,218	420	1,600	780	762
其他	-112	493	304	276	304
筹资活动现金流	-6,982	-6,572	-434	-738	-738
银行借款	-3,370	-3,118	0	0	0
股权融资	0	0	0	0	0
其他	-3,612	-3,454	-434	-738	-738
现金净增加额	-1,201	-1,746	3,287	4,281	4,392
期初现金余额	8,644	7,443	5,697	8,983	13,265
期末现金余额	7,443	5,697	8,983	13,265	17,656

主要财务比率

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	-1.1%	-12.7%	-12.6%	4.2%	9.7%
营业利润	31.7%	55.2%	-7.8%	104.8%	237.5%
归母净利润	29.9%	51.9%	-5.8%	104.7%	237.5%
获利能力					
毛利率	19.7%	21.2%	21.0%	21.3%	21.1%
净利率	-3.3%	-1.9%	-2.2%	0.1%	0.3%
ROE	-37.0%	-22.4%	-31.0%	1.4%	4.6%
ROIC	-1.7%	-1.0%	-2.8%	1.9%	2.2%
偿债能力					
资产负债率	87.7%	88.6%	90.9%	90.9%	90.7%
净负债比率	711.6%	777.1%	998.0%	994.8%	975.3%
流动比率	0.84	0.77	0.85	0.98	1.11
速动比率	0.33	0.31	0.46	0.62	0.76
营运能力					
总资产周转率	1.35	1.38	1.37	1.47	1.57
应收账款周转率	178.82	165.15	206.82	325.12	421.72
存货周转率	6.81	6.61	7.33	8.64	9.13
每股指标 (元)					
每股收益	-0.30	-0.15	-0.15	0.01	0.02
每股经营现金流	0.65	0.50	0.20	0.44	0.45
每股净资产	0.82	0.65	0.50	0.51	0.53
估值比率					
P/E	-	-	-	633.88	187.82
P/B	4.44	4.31	9.25	9.11	8.69
EV/EBITDA	18.44	14.52	38.78	17.83	15.86

广发批零与社会服务行业研究小组

嵇文欣：首席分析师，南京大学经济学硕士。曾任职于西南证券。2020 年加入广发证券发展研究中心。

方心诣：联席首席分析师，北京大学硕士，曾任职于嘉实基金研究部、天风证券。2024 年加入广发证券发展研究中心。

孟鑫：资深分析师，重庆大学技术经济及管理硕士，曾任职于国盛证券、西南证券，2023 年加入广发证券发展研究中心。

包晗：资深分析师，英国伦敦玛丽女王大学财富管理硕士，2020 年加入广发证券发展研究中心。

杨起帆：高级研究员，香港大学金融硕士，2023 年加入广发证券发展研究中心。

罗艺：研究员，武汉大学经济学硕士，2024 年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。

增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5% ~ +5%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 47 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大 厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区南泉 北路 429 号泰康保险 大厦 37 楼	香港湾仔骆克道 81 号广发大厦 27 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。