



# 永辉超市 (601933.SH)

买入 (首次评级)

公司深度研究  
证券研究报告

## 永辉超市：极致预期差下的龙头重估

### 零售行业发生了哪些新变化？

过去零售行业竞争激烈，盈利不佳留给投资者零售业很难投资的固有印象，其背后根源于“入场费+联营制”传统模式带来的行业高度同质化问题，在渠道稀缺性不再，线上冲击到来的时代整个行业因此陷入泥潭。近两年中国已出现“以买手制为核心”的新型零售模式（胖东来/奥乐齐/Costco），在线下消费占比达70%的中国，优质线下零售龙头有望复制美国1970s后/日本1990s后的故事，成长出贡献长期高收益率，推动行业集中度提升的优秀零售公司。

### 永辉发生了哪些新变化？

永辉商业模式已发生根本性变革，走向精选型零售路线，新型模式具备在后消费时代长期快速增长的潜力：①货的改革：通过取消数十年入场费制度实现裸价采购，完全恢复选品话语权，降低不合理高价，增加高质量商品；加工食品重视度大大提升，顺应老龄化+少子化趋势下加工食品需求，增加获客能力。②人的改革：通过优选门店点位+新增烘焙熟食品类，核心客群已从45岁以上忠于品牌的传统群体转换为25-45岁忠于价值的年轻群体，推动客单价提升，降低对传统大牌依赖。③场的改革：避开老城区，在收入较高和年龄年轻社区开店，全面升级卖场，增加人性化服务。

### 永辉在胖东来式改造方面具备独特优势：

模仿胖东来模式的超市众多，但永辉超市具备独特的竞争优势：①中国人对生鲜蔬菜的钟情成为中国公司超越海外同行最佳切入点，生鲜销售占比高、获客能力强，但经营难度也最高，永辉20年全国化生鲜经营专属经验构筑难以逾越的护城河。②永辉规模优势长期赋能，对于标品，裸价采购+规模优势=更低进货价，对于自有品牌，规模优势带来代工厂更优质+成本价更低优势。③上市地位融资优势。转向胖东来模式对资金需求较高，非上市企业较难承受，这阻碍了相当多同行的模仿。胖东来式调改特点是“需要全面改，改一点是没用的”，因此门店调改费用和中央工厂建设费用带来的资金需求将相当的区域型、规模不大的竞争对手挡在门外。

### 盈利预测、估值和评级

预计2025-2027年公司营收为571.04/1068.21/1242.11亿元，同比-15.50%/+87.10%/+16.30%；归母净利润-4.73/12.78/18.33亿元，同比-67.75%/N/A/+43.40%。鉴于短期调改带来的变化较快，我们以2027年盈利预测为基础，给予2027年35倍PE，目标价7.00元，目标市值为641.59亿元，给予“买入”评级。

### 风险提示

行业竞争加剧、调改门店客流量下滑、各地区消费习惯差异

国金证券研究所

商贸零售组

分析师：赵中平（执业S1130524050003）

zhaozhongping@gjzq.com.cn

联系人：王译

wangyi9@gjzq.com.cn

市价（人民币）：5.07元

目标价（人民币）：7.00元

相关报告：



### 公司基本情况（人民币）

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	78,642	67,574	57,104	106,821	124,211
营业收入增长率	-12.71%	-14.07%	-15.49%	87.06%	16.28%
归母净利润(百万元)	-1,329	-1,465	-473	1,278	1,833
归母净利润增长率	-51.90%	10.26%	-67.75%	N/A	43.40%
摊薄每股收益(元)	-0.146	-0.161	-0.052	0.141	0.202
每股经营性现金流净额	0.50	0.24	-0.10	0.76	0.46
ROE(归属母公司)(摊薄)	-22.38%	-33.01%	-11.92%	24.37%	25.90%
P/E	-19.26	-39.26	-103.87	38.41	26.78
P/B	4.31	12.96	12.38	9.36	6.94

来源：公司年报、国金证券研究所



## 内容目录

一、引言：市场对零售行业和永辉超市存在预期差.....	5
二、零售行业发生了哪些新变化？.....	6
2.1、线下渠道告别稀缺时代，传统模式陷入负向螺旋.....	6
2.2、线下消费占比仍达 70%，优质零售供给重要性凸显.....	8
2.3、新型商超模式不断涌现，重走欧美日集中度提升之路.....	9
三、永辉发生了哪些新变化？.....	11
3.1、管理力量焕新，股权结构更迭.....	11
3.1.1、股权：名创优品成为最大股东，牛奶公司和京东逐渐退出.....	11
3.1.2、管理层：新管理团队形成，内部外部力量平衡.....	11
3.2、商业模式重大转型，迈向精选型零售.....	12
3.2.1、人货场三方面均迎来深刻改变.....	12
3.2.2、永辉在调改中独具的竞争优势.....	16
3.3、改革进度跟踪，调改效果观察.....	18
3.3.1、调改后单店模型得到明显改善.....	18
3.3.2、门店调改进度跟踪.....	19
四、站在此刻改革时点，永辉价值迎来重估.....	20
4.1、门店调改和关店进度预测.....	20
4.2、永辉超市盈利预测.....	21
4.2.1、调改店盈利释放空间和节奏预测.....	21
4.2.2、总收入及费用率预测.....	24
4.2.3、相对估值法.....	24
4.2.4、永辉超市未来成长路径展望.....	25
五、风险提示.....	26

## 图表目录

图表 1：剔除出海贡献后，渠道商是日本过去 30 年复合收益率最高的消费公司.....	5
图表 2：剔除出海贡献后，过去 30 年渠道商为美国贡献了最多的消费牛股.....	6
图表 3：进场费部分类目及其含义.....	6
图表 4：联营制关键概念.....	7
图表 5：2015 年后网上消费额迎来快速增长.....	8
图表 6：2015 年后中国连锁超市门店数开始下滑（家）.....	8
图表 7：2017-2021 年中国主要上市商超企业营收和利润表现不佳.....	8
图表 8：2018-2020 年中国连锁超市百强坪效变化.....	8



图表 9: 近两年中国线上消费占比提升速度显著放缓	9
图表 10: 绝大多数消费品的消费场景仍主要在线下	9
图表 11: 2021 年中国代表性零售商与海外领先零售商指标对比	9
图表 12: 中外零售商自有品牌销售占比 (%)	9
图表 13: 中国三种主要的线下商超新模式	10
图表 14: 美国发展出了全国型和区域型两类零售商	10
图表 15: 中国各地的零售商集中度远低于美国水平 (%)	10
图表 16: 美国和西欧折扣业态占比均超 10%	10
图表 17: 中国线下折扣业态占比仅不到 0.5%	10
图表 18: 永辉超市股权结构变化	11
图表 19: 永辉超市现任管理团队姓名及职务	11
图表 20: 永辉超市改革领导小组成员及职位	12
图表 21: 永辉调改门店的主要消费群体置换为年轻家庭	13
图表 22: 年轻消费群体同传统消费群体的观念差别	13
图表 23: 永辉调改门店年轻员工面孔明显增多	13
图表 24: 2022 年胖东来超市员工工资情况	13
图表 25: 永辉部分调改店商品结构变化情况	14
图表 26: 日本老龄化少子化时代人群饮食习惯变化 (%)	14
图表 27: 永辉超市调改店烘焙熟食区示意图	14
图表 28: 永辉调改店的胖东来自有品牌专区	15
图表 29: 永辉调改店多个品类均布局自有品牌商品	15
图表 30: 超市选址时的关键考虑因素	15
图表 31: 永辉超市调改店的卖场设计变化情况梳理	16
图表 32: 生鲜在胖东来超市销售占比过半 (%)	16
图表 33: 永辉超市全国的主要仓储物流中心	16
图表 34: 永辉超市如何铸就生鲜护城河	17
图表 35: 调改前后门店营业数据的效果模拟 (不代表真实门店数据, 仅用来展示调改前后单店指标的变化效果)	19
图表 36: 永辉超市各省份门店总数/已调改数/计划调改数 (家, 截止 2025.06.03)	19
图表 37: 截止 2025.06.03 永辉已成功调改 94 家门店	20
图表 38: 永辉公布的 2025 年 6 月门店调改计划	20
图表 39: 永辉超市近期关闭及转让门店清单	20
图表 40: 永辉超市 2025&2026&2027 年开关店和调改进度预测	21
图表 41: 截止 3 月底的 41 家稳态调改店清单	21
图表 42: 25Q1 永辉 41 家稳态调改店利润贡献 (万元)	21



图表 43: 永辉超市调改门店盈利释放的情景假设模型 (谨慎&中观&乐观) .....	22
图表 44: 永辉超市不同情景下的调改店利润率水平测算 (%) .....	23
图表 45: 不同情景下永辉超市调改店 2025-2027 年各季度及年度盈利预测汇总 .....	23
图表 46: 当季释放利润的调改店数量新增节奏不断加快 (家) .....	24
图表 47: 当季调改店贡献的收入将迎来快速增长 (亿元) .....	24
图表 48: 永辉超市可比公司相对估值 .....	25



## 一、引言：市场对零售行业和永辉超市存在预期差

当今世界已进入贸易摩擦加剧，内循环重要性提升的时代，不依赖外需就可以实现长期快速成长的消费赛道屈指可数，这样的赛道兼具防御和进攻的属性。根据我们对美国日本过去30年消费行业的复盘和比较（详细参考深度报告《美日消费变迁的启示》），零售赛道在未来的中国具备长期高速成长的可能性，且零售龙头公司高增长的机会并不需要依赖出海就可以实现。

零售龙头公司在后消费时代的成长速度高于大部分传统消费品龙头公司，成长空间主要来自于新型零售模式基础上，依靠效率提升，价格降低两大手段实现的行业集中度提升。从美日经验来看，过去30年在不考虑出海贡献前提下，日本折扣零售公司唐吉诃德、两家药妆零售店Weilcia和Kusuri均实现了20年左右年化超20%的市值增长率，远超其他传统消费品龙头低个位数的增长率水平。而同期美国也涌现了数十家线下零售巨头公司，纯依赖内需都实现了20年左右年化超15%的市值增长率，而同期宝洁、百事可乐、麦当劳等传统消费龙头公司剔除掉出海贡献后，长期市值增长率水平仅为6%-8%。

图表1：剔除出海贡献后，渠道商是日本过去30年复合收益率最高的消费公司

各赛道代表性公司		市值口径						营业利润口径			
一级行业	二级行业	代表公司	代码	市值(亿美元)	市值区间	市值年化增速(%)	海外收入占比	消除出海因素后市值年化增速(%)	营业利润区间	营业利润年化增速(%)	
必需品	零售	唐吉诃德	7532 JP	21,400	1997-2023	21%	15%	20%	1996-2023	22%	
		食品药品店	WELCIA	3141 JP	5,170	2001-2023	24%	1%	24%	2009-2023	28%
		食品药品店	KUSURI-AOKI	3549 JP	2,023	2006-2023	20%	低	20%	2006-2023	17%
	批发	三菱商事	8058 JP	97,200	1996-2023	3%	90%	-6%	1992-2023	5%	
		伊藤忠商事	8001 JP	91,400	2002-2023	0%	90%	-10%	1992-2023	6%	
		批发	丸红株式会社	8002 JP	37,500	1993-2023	6%	90%	-2%	1992-2023	4%
	消费保健品	乐敦制药株式会社	4527 JP	5,661	1994-2023	9%	42%	7%	1994-2023	10%	
		个人护理	尤妮佳	8113 JP	31,700	1993-2023	10%	60%	7%	1992-2023	9%
		个人护理	高丝化妆品	4922 JP	6,408	1999-2023	9%	36%	7%	1998-2023	2%
	食品生产	寿制菓株式会社	2222 JP	3,363	1995-2023	16%	3%	15%	1999-2023	19%	
		食品生产	味之素	2802 JP	28,400	1993-2023	5%	70%	0%	1992-2023	6%
		食品生产	龟甲万	2801 JP	16,700	1993-2023	8%	77%	3%	1992-2023	6%
	饮料生产	三得利	2587 JP	14,400	2013-2023	3%	55%	-5%	2011-2023	7%	
		饮料生产	养乐多	2267 JP	10,800	1994-2023	5%	38%	3%	1994-2023	5%
		饮料生产	朝日啤酒	2502 JP	26,700	1993-2023	6%	39%	4%	1992-2023	5%
服装鞋类	Goldwin	8111 JP	4,641	1994-2023	7%	5%	7%	1994-2023	6%		
	服装鞋类	迪桑特	8114 JP	2,762	1994-2023	5%	56%	2%	2000-2023	14%	
	服装鞋类	亚瑟士	7936 JP	8,095	1990-2023	17%	74%	11%	1994-2023	N/A	
零售(专业服饰店)	迅销集团	9983 JP	107,452	1994-2023	16%	61%	12%	1996-2023	17%		
	零售(专业服饰店)	PAL Group	2726 JP	2,201	2001-2023	15%	低	15%	2000-2023	15%	
	批发(汽车批发)	CENTRAL AUTO PRO	8117 JP	805	1994-2023	6%	31%	5%	1998-2023	16%	
批发(消费电子商店)	DAIWABO HOLDINGS	3107 JP	2,871	2009-2023	13%	43%	9%	1994-2023	15%		
	餐饮业	泉盛控股ZENSHO HOLDINGS	7550 JP	11,828	2014-2023	26%	68%	11%	2001-2023	14%	
	餐饮业	东利多控股 TORIDOLL	3397 JP	3,570	2006-2023	20%	38%	16%	2007-2023	13%	
非必需品	娱乐设施	东京迪士尼度假区管理公司 ORIENTAL LAND CO	4661 JP	95,487	1997-2023	11%	0%	11%	1996-2023	7%	
	电子商务	MonotaRO Co., Ltd	3064 JP	7,448	2006-2023	24%	4%	23%	2006-2023	28%	
	电子商务	2020	3092 JP	9,206	2007-2023	23%	低	23%	2009-2023	24%	
谷子经济	万代南梦宫	7832 JP	18,802	2006-2023	9%	29%	7%	2006-2023	7%		
	谷子经济	三丽鸥	8136 JP	4,782	1994-2023	5%	31%	4%	1994-2023	9%	
	谷子经济	任天堂	7974 JP	59,737	1991-2023	3%	78%	1%	1991-2023	4%	
	谷子经济	科乐美	9766 JP	8,228	1992-2023	9%	29%	5%	1991-2023	6%	
	谷子经济	东映动画	4816 JP	5,381	2001-2023	11%	54%	7%	1999-2023	19%	

来源：Bloomberg，国金证券研报《美日消费变迁的启示》，国金证券研究所（消除出海因素原理：上市公司不披露利润的海外占比，因此假定海外收入占比≈海外利润占比，将该比例所占的市值剔除之后，计算其相比上市初市值实现的复合增长，用于比较赛道间长期内生成成长性差异，单个增速存在偏差，但不影响横向比较）

目前市场对零售行业和永辉超市均存在预期差：

### ➤ 第一大预期差

市场对零售行业低利润率的固有印象，掩盖了龙头公司本身在后消费时代的长期高成长潜力。优秀的零售公司如Costco净利率也只有2%左右，唐吉诃德有3%-4%，这是行业属性决定的，但这不妨碍“买手制”超市巨头通过高周转实现高ROE水平，从而实现长期利润增长，建立稳固竞争优势。中国近些年兴起的以胖东来为代表的线下零售公司，还有进军中国的奥乐齐、Costco等海外零售公司，其商业模式与过去20年中国大部分零售公司的模式均存在根本性差异，本文以及后续系列报告我们将进一步深度讨论这些定位于“买手”的新型商超模式，深度挖掘和解释其背后的竞争优势。

### ➤ 第二大预期差

市场对永辉商业模式变更的认知不足，新商业模式是对旧有商业模式的颠覆，新模式在后消费时代具备很强的进攻性。永辉是上市商贸零售公司中少有的已经开始深刻商业模式变革，走胖东来精选型零售路线的公司，基于此模式同旧有模式根本性的不同，以及胖东来、Trader Joe等国内外公司践行成功的经验，还有永辉自身的特殊性优势，我们认为市场对永辉的竞争优势以及投资价值存在预期差，本文后续将深度对其进行讨论。



图表2: 剔除出海贡献后, 过去30年渠道商为美国贡献了最多的消费牛股

一级行业	二级行业	各赛道代表性公司		市值口径				营业利润口径			
		代码	市值(亿美元)	市值区间	市值年化增速(%)	海外收入占比	消除出海因素后市值年化增速(%)	营业利润区间	营业利润年化增速(%)		
必需品	零售	沃尔玛	WMT US	3,874	1990-2023	9%	17%	8%	1990-2023	8%	
		Costco	COST US	2,410	1992-2023	16%	27%	15%	1992-2023	10%	
		安德森斯	ANDE US	19	1996-2023	13%	未披露	13%	1993-2023	10%	
	批发	PERFORMANCE FOOD性能食品	PFGC US	93	2016-2023	19%	5%	19%	2011-2023	17%	
		prestige消费品保健	PBH US	31	2005-2023	7%	15%	6%	2005-2023	8%	
		PROCTER & GAMBLE宝洁公司	PG US	3,584	1990-2023	8%	50%	6%	1990-2023	6%	
	消费品	个人护理	Church&Dwight Co艾本美	CHD US	230	1990-2023	13%	16%	13%	1990-2023	11%
			可口可乐	KO US	2,539	1990-2023	7%	83%	1%	1990-2023	6%
		饮料生产	百事可乐	PEP US	2,334	1990-2023	8%	43%	6%	1990-2023	6%
			KEURIG DR PEPPER澎泉思蓝宝	KDP US	463	2008-2023	18%	13%	16%	2006-2023	8%
		饮料生产	CELSIUS HOLDINGS燃力士	CELH US	126	2009-2023	46%	5%	46%	2007-2023	N/A
			NATL BEVERAGE全国饮料	FIZZ US	46	1992-2023	16%	低	16%	1991-2023	8%
		饮料生产	BROWN-FORMAN百富门	BF_A US	276	1994-2023	9%	55%	6%	1990-2023	5%
			MOLSON COORS啤酒	TAP US	132	1993-2023	11%	20%	10%	1990-2023	9%
		饮料生产	BOSTON BEER波士顿啤酒	SAM US	42	1995-2023	8%	5%	8%	1993-2023	11%
耐克			NKE US	1,613	1990-2023	13%	50%	11%	1990-2023	9%	
非必需品		服装鞋类	DECKERS	DECK US	118	1993-2023	15%	70%	11%	1991-2023	20%
			SKECHERS斯凯奇	SKX US	95	1999-2023	19%	62%	15%	1997-2023	16%
	TJX COS折扣商		TJX US	946	1990-2023	15%	22%	14%	1990-2023	11%	
	零售(专业服饰店)	ROSS STORES罗斯百货	ROST US	410	1990-2023	16%	0%	16%	1990-2023	12%	
		BURLINGTON STORE伯灵顿百货	BURL US	147	2014-2023	26%	2%	25%	2008-2023	11%	
		WINMARK 威马克工贸	WINA US	15	2004-2023	9%	低	9%	1991-2023	22%	
	零售(家居专卖)	HOME DEPOT 家得宝	HD US	3,218	1990-2023	15%	8%	15%	1990-2023	16%	
		LOWE'S COS劳氏	LOW US	1,298	1990-2023	16%	5%	16%	1990-2023	14%	
		BUILDERS FIRSTSO	BLDR US	203	2005-2023	21%	0%	21%	2002-2023	21%	
	零售(汽车零售)	O'REILLY AUTOMOT汽配	ORLY US	561	1993-2023	20%	1%	20%	1991-2023	20%	
		AUTOZONE汽车地带	AZO US	438	1991-2023	11%	13%	11%	1991-2023	13%	
		LITHIA MOTORS汽车经销	LAD US	90	1996-2023	20%	33%	18%	1994-2023	23%	
	批发(汽车批发)	COPART INC科帕特	CPRT US	423	1994-2023	22%	22%	22%	1992-2023	27%	
		EPLUS INC正羽科技	PLUS US	13	1999-2023	14%	6%	13%	1995-2023	17%	
		POOL CORP 泳池用品分销	POOL US	153	1995-2023	23%	7%	23%	1994-2023	17%	
餐饮业	麦当劳	MCD US	2,143	1990-2023	10%	59%	7%	1990-2023	6%		
	星巴克	SBUX US	1,043	1992-2023	20%	49%	17%	1991-2023	26%		
	墨式烧烤	CMG US	627	2006-2023	23%	2%	23%	2003-2023	N/A		
餐饮业	达美乐披萨	DPZ US	143	2004-2023	14%	67%	7%	2000-2023	9%		
	LIVE NATION ENTE音乐会制作	LYV US	218	2005-2023	20%	33%	17%	2005-2023	N/A		
	VAIL RESORTS韦尔德度假村	MTN US	90	1997-2023	9%	19%	8%	1995-2023	12%		
博彩业	FLUTTER ENTER-DI	FLUT US	317	2006-2023	22%	62%	16%	1999-2023	N/A		
	万豪	MAR US	655	1998-2023	9%	31%	8%	1997-2023	8%		
	CHOICE HOTELS精选国际	CHH US	56	1998-2023	8%	16%	7%	1998-2023	7%		
电子商务	亚马逊	AMZN US	15,776	1997-2023	31%	23%	30%	1995-2023	N/A		
	ETSY INC古董电商	ETSY US	97	2015-2023	34%	43%	25%	2012-2023	-26%		

来源: Bloomberg, 国金证券研报《美日消费变迁的启示》, 国金证券研究所(消除出海因素原理: 上市公司不披露利润的海外占比, 因此假定海外收入占比≈海外利润占比, 将该比例所占的市值剔除之后, 计算其相比上市初市值实现的复合增长, 用于比较赛道间长期内成长性差异, 单个增速存在偏差, 但不影响横向比较)

## 二、零售行业发生了哪些新变化?

### 2.1、线下渠道告别稀缺时代, 传统模式陷入负向螺旋

➤ 目前中国大部分商超的模式, 均建立在渠道稀缺时代带来的议价权优势上

绝大多数商超仍旧为收取进场费+联营制的商业模式, 该模式起源于1990年代中国, 兴盛于渠道稀缺时代。本质上是商超依靠渠道优势地位, 在通过商品进销差价获取利润的方式之外, 开拓了更多的利润来源。

#### 1) 进场费

进场费核心在于商品在还没售出之前, 商超已获得利润, 将商超的一部分盈利诉求从消费者转向供应商。进场费包含上架费、广告费、月返费、端头费等等, 在渠道稀缺时代, 核心地区的大型商超消费影响力明显, 商品销售不成问题, 各个品牌供应商为争取更核心的货架位置, 愿意为大型商超支付更多的产品销售费用。商超依靠渠道优势坐享前台利润(通过商品卖出实现的进销差价)和后台利润(通过收取进场费获得的利润)。

图表3: 进场费部分类目及其含义

类目	含义	举例
上架费	超市为新品提供货架空间所收取的费用, 根据商品类别和货架位置定价	热门零食区上架费较高, 冷门区域上架费低
广告费	供应商为在超市内进行广告宣传而支付的费用, 包括海报、电子屏等渠道	某品牌为推广新品在超市入口电子屏投放广告
月返费	供应商按月销售额一定比例返还给超市的费用, 用于弥补超市运营成本	按照供应商月销售额的一定比例返还
端头费	供应商为商品摆放在超市端头位置而支付的费用, 该位置人流量大, 曝光度高	某品牌饮料为抢占端头位置每季度支付端头费
店庆费	超市店庆时要求供应商支付费用	国庆促销期间, 要求供应商支付部分费用支持

来源: 国金证券研究所整理



进场费的负面影响：

① 供应商将进场费转嫁给消费者，流通费率提升，终端商品价格虚高

商超增加的名目繁多的入场费，其中一部分由供应商承担，降低了部分毛利，相当部分最终推高了超市的进货价，造成终端商品价格虚高。这是中国众多商品价格高于美日等发达国家商超同类型商品的重要原因，尽管美日的租金和人力均高于中国，且相当部分供货来源也都是中国。

② 进场费高低成为商超选品标准之一，而不是商品本身的受欢迎程度

进场费高低成为商品能否进入超市的关键，大牌商品依靠资金优势挤压了新兴品牌进入商超的机会，将热销和非热销的品类均摆上货架。随着商超对大牌的依赖度和进场费的依赖度提高，商超逐渐丧失引入新兴品牌或者网红爆品的动力，并且非热销商品对货架的占用进一步降低了商超的周转效率。这也是为什么以胖东来为代表的无进场费的商超品牌能够灵活上架众多网红电商品牌和非主流品牌爆品，但传统超市无法这样做的底层原因之一。

## 2) 联营制

联营制的核心是商超不需要买断商品所有权，库存风险转移给供应商，但同时也让渡了部分商品经营权。供应商免费提供人员上门帮助整理货架，并且库存风险不需要商超承担，商超只需要提供货架位置，根据供应商的销售收入按比例收取扣点即可获得利润，因此成为多数商超选择的经营方式之一。

图表4：联营制关键概念

关键要素	含义
商品所有权	超市不承担库存风险，供应商负责备货、补货、定价及促销。
超市利润来源	超市按销售额的一定比例分成，部分情况下设保底租金
商品陈列管理责任人	供应商派驻促销员（如导购员），负责陈列、促销

来源：国金证券研究所整理

联营制的负面影响：

① 商超逐渐丧失部分自主采购自主选品能力

既不需要承担库存风险，也无需参与商品陈列和促销的另外一面，是商品经营权的让渡。商超将一部分的选品职责交给联营商，导致自己长期无法获取部分品类的实际销售数据，缺失销售经验，逐渐对消费者需求变化变得迟钝，降低自主选品的能力。

② 品牌商在货架放置过多非畅销单品

货架使用权让渡给品牌商，热销连带冷门商品的铺货方式，进一步降低了商超的周转效率。联营往往均以单品牌合作的方式进行，因此联营商只能选择将该品牌旗下的商品集体放上货架，导致一些冷门商品上期存在于商超之中，降低整体周转效率。

③ 商超缺少差异化，只能在同质化模式下竞争

在入场费模式基础上，所有商超的核心客户都是一样的——大品牌。因此无论是联营的品牌，还是自采的品牌，都以主流大品牌为主，因此商超行业逐步走向商品选品和商品陈列千篇一律的同质化竞争。

### ➤ 电商冲击+零售供给充足背景下，渠道稀缺性不再，传统模式走进负向螺旋

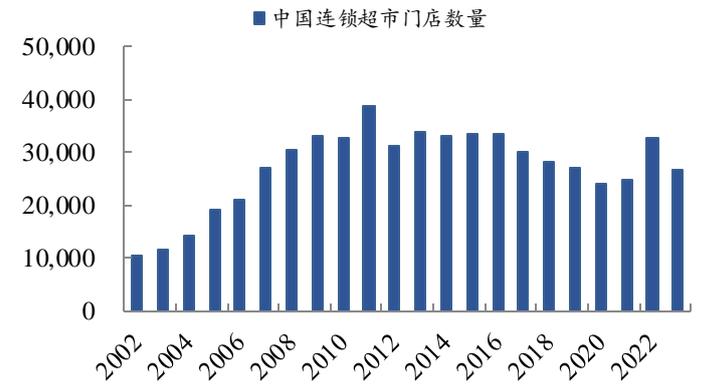
随着电商外卖业态的冲击，以及超市供给逐渐饱和，渠道稀缺性不再，超市客流量明显下降。2015年以来网上消费额迎来快速增长，占总体社零总额的比重不断提升至30%+水平，分流了一部分原本属于线下商超的流量，从零食到个护到家电，各个品类的消费量不同程度地转移到线上；而移动互联网发展催生下的外卖业态，进一步扩大了中小超市和夫妻老婆店的曝光机会，分流了一部分原本属于核心大商超的客流量。



图表5: 2015年后网上消费额迎来快速增长



图表6: 2015年后中国连锁超市门店数开始下滑(家)



来源: 国家统计局, 国金证券研究所

来源: 国家统计局, 国金证券研究所

在商超客流量下降背景下, 传统商超模式走进负向螺旋, 导致近些年中国连锁超市百强坪效不断下降, 而主要上市的商超企业营收和利润也持续承压。负向螺旋的形成机制如下:

- ① 商超商品结构同质化→通过降价吸引客流→倒逼供应商降低价格→供应商降低产品质量应对→商品质量下降→进一步抑制客流量
- ② 商超商品结构同质化→通过增加入场费保证利润→供应商进一步将入场费转嫁→终端消费品价格提升→进一步抑制客流量
- ③ 商超产品结构同质化→试图增加特色产品+自有品牌→伤害贡献进场费的大品牌+长期缺乏自主选品能力→陷入两难

图表7: 2017-2021年中国主要上市商超企业营收和利润表现不佳



图表8: 2018-2020年中国连锁超市百强坪效变化



来源: BCG, 国金证券研究所 (全国性零售: 业务分布全国各省市的零售商; 区域大型零售: 业务分布通常在 1-3 个省份)

来源: CCFA 连锁超市 Top100, 国金证券研究所

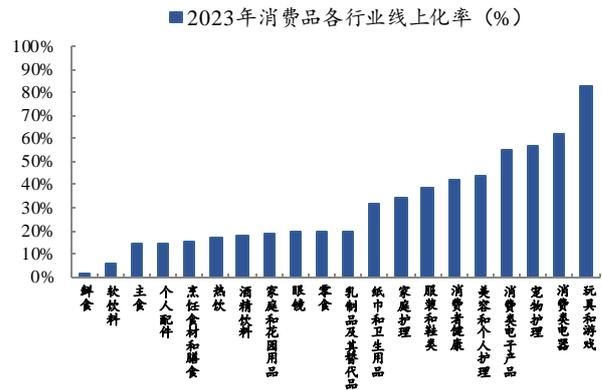
## 2.2、线下消费占比仍达70%，优质零售供给重要性凸显

尽管中国电商高度发达, 但线下消费占比仍达 70%, 线下消费仍旧是占大头的刚性需求。近两年线上消费占比提升速度已明显放缓, 中国线上线下消费占比基本稳固。在电商发展成熟多年后, 我们发现大量细分消费品类线下占比仍很高, 这是由于商品本身属性和消费者天然消费习惯所决定。鲜食和软饮料线下占比超过 90%, 调味品、酒精饮料、零食、乳制品线下占比均超 80%, 线上化率较高的纸巾、服装鞋类、美容产品也有至少 50% 的消费发生在线下。



图表9：近两年中国线上消费占比提升速度显著放缓

图表10：绝大多数消费品的消费场景仍主要在线下



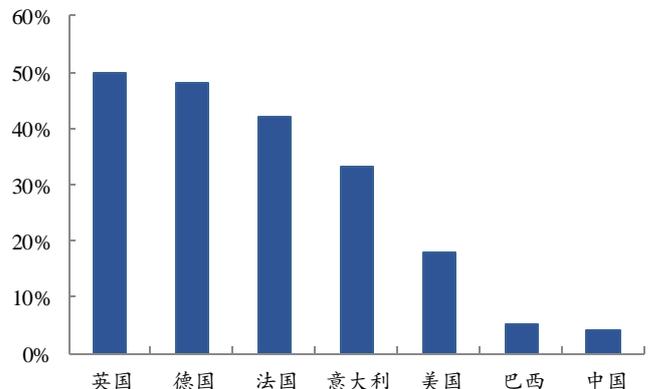
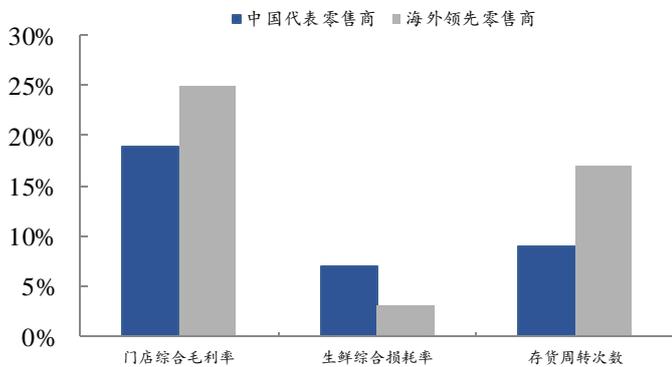
来源：国家统计局，国金证券研究所

来源：欧睿，国金证券研究所

随着传统商超的式微和退出，正为新型优质零售商留出了广阔的发展空间。传统商超模式导致的负向螺旋，导致消费者既无法买到足够具备性价比的产品，也无法买到独居特色的差异化商品，这类基本的需求将被新型零售商获取，从而推动行业集中度的进一步提升。从海外比较来看，目前中国线下零售商还依靠传统的通道式业务，体现在商品端是更高的终端价格，而存货周转效率(9%)远低于海外领先零售商(17%)，不少企业面临亏损。此外中国零售商的自有产品占比远低于欧美的成熟零售市场，对于大牌的高依赖度带来的是对商品议价权的缺失。

图表11：2021年中国代表性零售商与海外领先零售商指标对比

图表12：中外零售商自有品牌销售占比 (%)



来源：BCG，国金证券研究所

来源：Edge 零售数据库;CCFA《连锁超市百强经营分析 2021》，国金证券研究所

### 2.3、新型商超模式不断涌现，重走欧美日集中度提升之路

新型商超模式在中国大地不断涌现，胖东来模式、Costco 模式、奥乐齐模式在全国快速发展。

第一种模式是永辉重点学习的胖东来模式，门店面积 3000-7000 平方米，无需会员费，SKU 数量在几个模式中最高，达到 1 万以上，商品均为小包装，自有产品销售占比达到 30%，目前胖东来在中国总开店数为 13 家，分布在新乡和许昌两个下线城市。

第二种模式来自于美国，是 Costco、山姆为代表的仓储会员模式，门店面积在三个模式中最大，购物面积达到 1.5 万平方米，需要会员费，SKU 数量限制在 4000 左右，商品均为大包装，自有产品销售占比超过 30%，目前 Costco 在中国总门店数量为 7 家，主要分布在华东地区。

第三种模式来自于德国，标榜“穷人超市”的奥乐齐，门店面积在三个模式中最小，仅有不到 1000 平方米，也不需要会员费，SKU 数量也最少，控制在 2000 个以内，商品均为小包装，且自有产品比例达到 80%，目前奥乐齐在中国门店数量超过 60 家，主要分布在上海。



图表13: 中国三种主要的线下商超新模式

	胖东来模式	Costco 模式	奥乐齐模式
是否会员制	否	是	否
SKU 数量	1 万+	4000 左右	小于 2000
自有品牌占比	30%	30%+	80%
门店面积 (m <sup>2</sup> )	3000-7000	1.5 万	500-1000
包装大小	小	大	小
中国地区门店数	13	7	60+
商品所有权	买断式销售	买断式销售	买断式销售
标签	品质零售	仓储会员超市	平民超市

来源: 国金证券研究所整理

随着新型零售巨头的发展, 中国有望改变过去低集中度的零售格局, 这也是零售龙头能够在后消费时代依靠内需长期增长的动力来源。对比中美两国, 美国多个州零售商 CR3 份额合计至少超过 35%, 在部分州可以达到 70%+ 的水平, 而中国各省份零售商 CR3 份额只有 10% 左右, 这是同质化过高的传统商超模式导致的必然结果。未来新型零售巨头有望通过差异化的买断式商业模式, 实现集中度的持续提升。

图表14: 美国发展出了全国型和区域型两类零售商

图表15: 中国各地的零售商集中度远低于美国水平 (%)

#	品牌	2021 卖场零售额 (亿美元)	2012-21 年增速	类型
1	Walmart	2,984	2.3%	全国
2	Publix	466	5.4%	区域
3	Kroger	452	1.6%	全国
4	Safeway	350	2.3%	全国
5	H-E-B	260	5.9%	区域
6	ALDI	211	9.2%	全国
7	Meijer	206	4.1%	区域
8	Stop & Shop	167	2.5%	区域
9	ShopRite	166	2.6%	区域
10	Food Lion	166	3.2%	区域

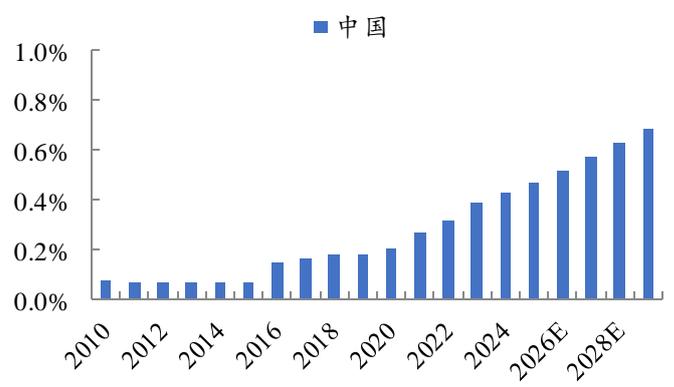
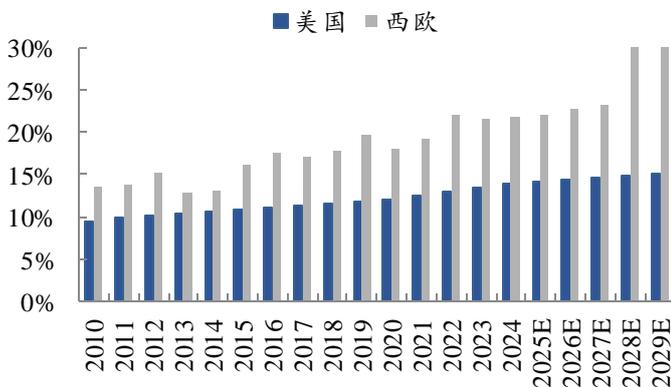


来源: 欧睿, BCG, 国金证券研究所

来源: Shelby, BCG, 国金证券研究所

图表16: 美国和西欧折扣业态占比均超 10%

图表17: 中国线下折扣业态占比仅不到 0.5%



来源: 欧睿, 国金证券研究所 (此处折扣业态包括欧睿的仓储会员店和折扣店)

来源: 欧睿, 国金证券研究所 (此处折扣业态包括欧睿的仓储会员店和折扣店)



### 三、永辉发生了哪些新变化？

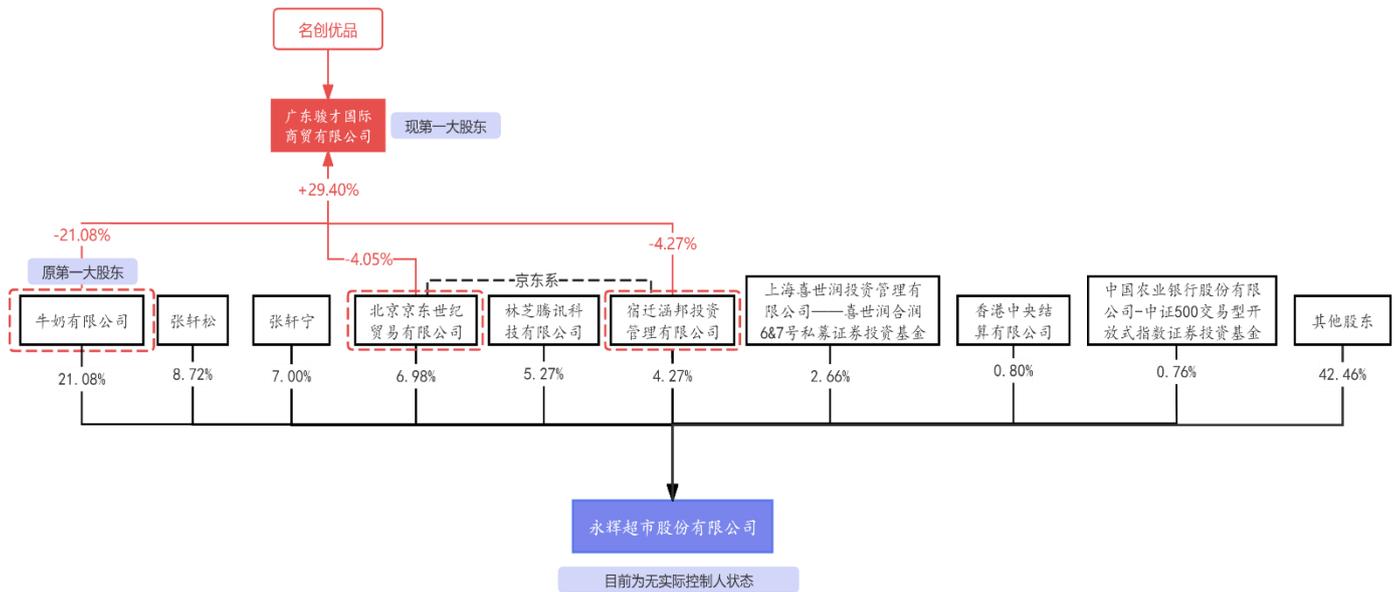
在这样的行业新变化之下，永辉超市是少有的已迈向新型零售模式，坚定向胖东来模式学习的传统上市商超之一，零售需求端广阔，供给端积极变革，因此永辉超市成为目前我们重点研究和推荐的，处在困境反转阶段，有望完全依赖内需实现长期成长的上市标的。

#### 3.1、管理力量焕新，股权结构更迭

##### 3.1.1、股权：名创优品成为最大股东，牛奶公司和京东逐渐退出

2024年9月，牛奶公司、京东世贸和宿迁涵邦以协议转让的方式，将股份出让给骏才国际。骏才国际获得永辉超市29.40%股权，跃升成为永辉超市第一大股东。此次交易使原第一大股东牛奶国际完全退出永辉超市的股东行列，宿迁涵邦也不再持有永辉超市股份。骏才国际背后的实际控制方为名创优品，这意味着名创优品正式入主永辉超市。

图表18：永辉超市股权结构变化



来源：永辉超市公告，国金证券研究所（减号代表股权减少，加号代表股权增加）

##### 3.1.2、管理层：新管理团队形成，内部外部力量平衡

2025年3月17日，永辉超市董事会换届。股东大会上，公司创始人张轩松、张轩宁兄弟再度连任公司非独立董事。与此同时，来自名创优品方面提名的3位候选人成功当选为公司董事。其中，叶国富为名创优品创始人，张靖京是名创优品的CFO，王永平则担任名创优品独立非执行董事。永辉超市原CEO李松峰在董事换届选举中落选，且未在高级管理人员中获得职位，公司公告中也明确暂未聘任CEO。

图表19：永辉超市现任管理团队姓名及职务

姓名	职务	备注
叶国富	董事，战略发展委员会委员，提名委员会委员	
张靖京	董事，薪酬与考核委员会委员，审计委员会委员	来自名创优品
王永平	董事	
张轩松	董事长，战略发展委员会主任	
张轩宁	董事，战略发展委员会委员	
刘琨	独立董事，提名委员会委员，审计委员会主任，审计委员会委员	
柏涛	独立董事，薪酬与考核委员会委员，提名委员会主任，提名委员会委员	来自永辉超市
谢贞发	独立董事，薪酬与考核委员会主任，薪酬与考核委员会委员，审	



	姓名	职务	备注
监事会	吴乐峰	监事会主席, 监事	计委员会委员
	罗金燕	监事	
	吴丽杰	职工监事	
	吴凯之	副总裁	
公司高管	曾凤荣	副总裁	
	林红东	副总裁	
	王守诚	副总裁	
	甘旺亨	副总裁	
	罗雯霞	副总裁	
	吴凯之	财务总监	
	黄晓枫	董事会秘书	

来源: ifind, 公司公告, 国金证券研究所

在第六届董事会第一次会议上, 张轩松继续担任永辉超市董事长。王守诚、罗雯霞等 6 人获聘为公司副总裁, 吴凯之出任财务总监, 黄晓枫出任董秘。公司成立改革领导小组, 名创优品创始人叶国富出任组长, 负责统领公司改革转型工作, 所有副总裁及多名核心管理人员为组员。

图表20: 永辉超市改革领导小组成员及职位

姓名	职位
叶国富	永辉超市董事, 名创优品创始人
张靖京	永辉超市董事, 名创优品的 CFO
王永平	永辉超市董事, 名创优品独立非执行董事
曾凤荣	永辉超市副总裁, 分管永辉物流业务
林红东	永辉超市副总裁, 分管物流中心、线上业务
王守诚	永辉超市副总裁, 永辉运营中心负责人
甘旺亨	永辉超市副总裁, 永辉北京大区区总
罗雯霞	永辉超市副总裁, 分管永辉门店拓展、招商、法务及公共事务
吴凯之	永辉超市财务总监, 分管永辉财务
张卫东	永辉超市人力资源总监
朱静	永辉超市战略负责人
刘少强	永辉超市品牌与营销负责人

来源: 公司公告, 国金证券研究所

股权结构变化和管理力量焕新为永辉的变革提供了坚实的支撑, 相对平衡化的管理权力分配, 有助于管理层群策群力, 民主决策, 新势力的入主也有助于和创始人一同合作, 面对和处理改革过程中可能出现的旧有人员利益的重新分配。

## 3.2、商业模式重大转型, 迈向精选型零售

### 3.2.1、人货场三方面均迎来深刻改变

#### ■ 人的改变

##### 1) 超市客群从中老年群体置换为中青年群体, 支付能力更强, 产品要求更高

客群置换是永辉调改关键, 也是导致不同门店调改后客流表现差异的主要原因之一。过去永辉超市的客群年龄相对较高, 收入水平和消费意愿更低, 对于新品牌/自有品牌的接受度较低, 客单价也相对较低。目前永辉优先调改的门店, 以及调改后表现更好的门店大多位于当地年轻&较高收入社区附近, 年轻一代人逐渐“从忠于品牌的时代向产品价值时代转换”, 不再迷信大牌而是关注产品本身是永辉目标客群的特点, 年轻父母推着婴儿车选



购生鲜成为店内常态，年轻家庭客群占比达五成以上，进一步推动了门店客单价的明显提升。

越往下线城市，客群置换的重要性越高。一线城市客群不论年龄水平如何，整体消费能力更强，对于新品牌的欢迎度更高，因此一线城市门店调改地的客群置换难度较低，大部分消费者原本就属于精选型零售的目标客户。越往下线城市，门店客群置换的重要性越高，如何甄选符合客群要求的门店至关重要。

图表21: 永辉调改门店的主要消费群体置换为年轻家庭

图表22: 年轻消费群体同传统消费群体的观念差别



要素	年轻群体	传统群体
观念	忠于价值	忠于品牌
年龄范围	25-45岁	45岁以上
新品牌接受度	高	低
品牌价值观念	品牌≠价值	品牌=价值
白牌接受度	高	低
大牌瑕疵容忍度	低	高
比价能力	强	适中

来源：永辉同道，国金证券研究所

来源：国金证券研究所整理

2) 员工人数翻倍，工资上调 30%，年轻人占比提升，服务质量提升

门店员工的新旧更替，是提升服务能力和人效的第一步，长期有效的业绩激励，才能促成优质服务的有效循环。永辉调改后的门店整体人数均实现翻倍，主要由两大诉求导致，第一是加工食品（包括烘焙、熟食）的重视度提升，带来了更多的员工需求，第二是服务质量提升的需求，原本受困于经营压力，门店员工数量已达到过渡缩减状态。员工人数翻倍之外，整体工资涨幅达到 30%，并且加入门店利润分成的激励。在门店业绩不断向好的方向上，这样的机制可以实现正向循环，更高的收入和利润进一步保障了更好的服务。

越往下线城市，员工收入提升激励程度越高，服务差异化优势或越明显，但不宜过度夸大服务在精选型零售中的影响。以 2022 年胖东来超市员工工资为例，处长及以下员工工资均低于 1 万元，这样的工资水平在一线城市的吸引力低于下线城市，这也导致一线员工年轻化比例低于下线城市，对服务效率产生一定影响。但是越往下线城市，激励程度越明显，因为大零售行业的员工工资平均水平并不高，一旦实现正向循环，精选型零售企业可以在大部分下线城市招到行业最优质的员工。但我们认为精选型零售的核心仍旧是产品，不宜过于放大或神化服务的影响力，服务可以成为优质产品的补充剂，而优质服务的形成相当程度依赖于制度的建设。

图表23: 永辉调改门店年轻员工面孔明显增多

图表24: 2022 年胖东来超市员工工资情况



级别	级别工资	管理层工资组成及占比		
		工资组成标准		
		基础工资	文化理念考评奖励	素养能力考评奖励
店长	50000	20000	20000	10000
店助 +	40000	15000	15000	10000
店助	35000	12500	12500	10000
处长 +	30000	10000	10000	10000
处长	25000	10000	7500	7500
处助	18000	8000	5000	5000
课长	12000	7000	2500	2500
课助	10000	6000	2000	2000
班长	7000	5000	1000	1000

来源：永辉同道，国金证券研究所

来源：胖东来官网，国金证券研究所



■ 货的改变

1) 超市恢复完全自主选品权力，告别入场费模式，热门商品占比提升

取消入场费，全部裸价采购是一场深刻的改革，直接促成 80% 货品的更换，根本上是超市自主选品权力的恢复。过去依赖入场费的模式，导致选品标准从产品质量本身转向入场费高低，进一步导致超市过度依赖 KA 品牌，货架上出现冷门商品占据大量货架的情况。裸价采购给予超市完全自主的商品选择权，在商品供给充分，竞争激烈的时代，选择真正受消费者欢迎的商品，是超市存活的根本。

永辉经调改门店下架原有 80%-90% 的商品，和胖东来商品的重合度达到 60% 以上，商品结构从原来三线四线甚至五线六线商品切换到“一二线+自由商品+网红趋势产品”为主的结构，背后是供应商的大规模更换以及入场费的取消。而能否实现完全取消入场费，对商品进行大面积更换，是商超与已有利益的切割，这是一道跨越难度较高的隐形护城河，大部分传统商超将被挡在墙外，或者无法迅速跟进。

图表25：永辉部分调改店商品结构变化情况

地区	门店名称	开业时间	调改效果：商品结构
郑州	信万广场店	2024.06.19	下架单品10841个占原有商品81.3%，新增12581个，新增单品占比80%，梳理后商品结构达到胖东来90%以上
合肥市	肥东东风大道店	2024.09.01	商品总数由9000支增到14598支，下架4768个下架比53.2%，重新规划新品数9987个，新增单品占比68.4%
杭州市	滨江宝龙店	2024.09.14	下架超10000支原有单品，占比达80%；重新规划商品约12000支，其中新引入商品约8000支
郑州	裕华广场店	2024.09.20	下架单品数11239个，下架占比76.5%。重新规划单品数13477个，新增单品占比80.9%
贵阳市	金源购物中心店	2024.09.30	下架单品数10035个，重新规划单品数15736个，新增单品数9019个，梳理后商品结构达到胖东来80%
成都市	锦江文华广场店	2024.10.11	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%
福州市	长乐万星店	2024.11.01	共规划了12000多支单品，淘汰了8000多支原有单品，新增了7500支，整体的上新率达到65%左右
福州市	五四北店	2024.11.08	规划了11000多支单品，聚焦一二线品牌、进口品牌、地标品牌及自有品牌，上新率约65%
深圳市	卓悦汇购物中心店	2024.11.08	重新规划后的商品结构接近胖东来的80%，在门店约9800支单品中，进口商品占比由原来的7%提升到21.3%
重庆	南坪万达广场店	2024.11.15	下架单品数10685个，下架比71.8%；重新规划单品数12545个，新增商品数7527支，新增单品占比60%

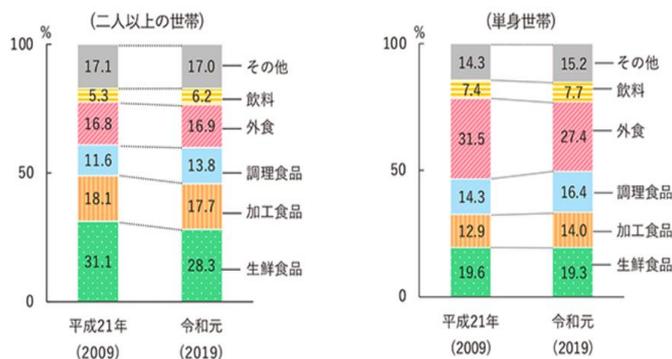
来源：永辉同道，国金证券研究所

2) 加工食品地位明显提升，成为引流和提升毛利的重要品类

加工食品在胖改中得到明显重视，烘焙熟食区成为仅次于生鲜蔬菜的引流品类，这顺应了中国老龄化、少子化的长期趋势。随着中国老龄化率提升和少子化趋势的发展，加工食品（烘焙、熟食）在人们日常生活中的重要性将得到明显提升，而这部分需求由于即时性强（电商无法及时供给），单次消费金额低（外卖运费敏感性高），无论是电商还是外卖都无法替代线下超市的独特供给作用。

加工食品具备需求刚性+高周转特点，可以明显提升超市整体经营质量。过去传统超市的熟食烘焙大多为外包，现场制作比例低，产品质量低，相当多需求被专业烘焙店和街边熟食店所取代，永辉大力加强了烘焙供应链建设，烘焙产品质量明显提升，可对标专业烘焙店，而熟食根据各地特色提供差异化供给（北方有卤菜、川渝重视麻辣、广东福建有海鲜），此外烘焙区形成了制度化的打折促销活动，当天制作的烘焙产品在晚上会打折出售，有效促进了产品的动销。目前加工食品已成为调改店最重要的品类之一，销售占比高，动销好，也明显提升了超市客流量。

图表26：日本老龄化少子化时代人群饮食习惯变化（%）



来源：日本农林水产政策研究所，国金证券研究所

图表27：永辉超市调改店烘焙熟食区示意图



来源：永辉同道，国金证券研究所



### 3) 开启自有品牌时代，逐步降低大众商品依赖度，通过供应链创造利润

开启自有品牌时代，向供应链要利润，推进差异化竞争。自有品牌相比大众品牌商品具备两个优势：第一是潜在更高的利润率，直接对接制造工厂，去掉多余的中间流通环节，可以在保证制造质量基础上，进一步提高商品性价比；第二是更大的商品差异度，体现在两个方面，其一是完全的产品开发权限，可以创造、改造或者复制市场上的热门产品，不完全受限于品牌方，其二是消费者无比价基础，自有品牌的商品仅在超市内部售卖，消费者无法通过其他渠道进行比价，降低消费者价格敏感度，避免直接的价格战。总结一句话，只售卖在价格上致胜的标品或者独一无二的非标品。

永辉调改店的自有品牌已覆盖包括零食、调味品、杂粮、啤酒、白酒等多个品类，总体占比达到 10%，而胖东来产品的销售占比在大多数门店为个位数。目前永辉超市的自有品牌产品和调改前的自有品牌有几个明显改变：第一，产品开发质量提升，向胖东来学习，甚至部分商品质量已超过胖东来；第二，产品包装设计极简化，提升设计品味；第三，摒弃了原有的多个自有品牌共同存在的方式，一律统一为“永辉优选”，聚焦在一个品牌上，提升核心品牌的影响力。

图表28：永辉调改店的胖东来自有品牌专区



来源：永辉同道，国金证券研究所

图表29：永辉调改店多个品类均布局自有品牌商品



来源：永辉同道，国金证券研究所

## ■ 场的改变

### 1) 精选门店点位，停车场配套重要性提升，周边社区收入年龄结构成重点

改造优势点位门店，淘汰位置不佳门店，创造明星门店，促进整体门店质量的优胜劣汰。胖东来模式下，单个门店具备很高的销售天花板，2023 年中国超市百强榜中胖东来以 12 家门店和 46 亿元的营业收入上榜，其单店收入 3.83 亿元，仅次于 Costco，位列全国第二。永辉调改的目标是精选高潜力门店，一个明星门店的收入可以抵上多个普通门店，目前永辉经调改且表现优异的门店，基本均具有以下特点：①较大的停车场配套②周边社区收入水平在当地较高，且年轻家庭占比高③处在重要交通枢纽。一个好的区位选择，为未来门店长期收入的提升奠定了重要基础。

图表30：超市选址时的关键考虑因素

考虑因素	背后原因
周边居民年龄结构	老城区老社区周边年龄偏高，消费力相对较弱
是否有足够大的停车场	更大的停车场可以吸引足够远的消费者，扩大单店客流量上限
是否有足够大的停车场	更大的停车场可以避免客流拥堵对货物运送效率、搬运效率的影响
是否在关键交通枢纽	交通枢纽可以明显提升货运效率和客流量
仓库面积大小	仓库面积和门店销售面积存在黄金比例，仓库面积过小会延长补货时间，降低周转率
货物运送通道	整箱货品运送效率远高于拆开箱子的零散运送
租约是否独立于销售额	租约对销售额的限制性条款会在经济下行期造成更大伤害
旁边是否有核心商场	大的商场可以实现更好的引流作用
自有其他店铺间距离	避免店铺之间侵蚀彼此的客户群

来源：国金证券研究所整理（结合胖东来、Trader Joe 选址经验）



2) 以提升购物体验为核心，重新设计卖场

本次调改后，永辉超市的卖场变化很大，购物体验感提升。卖场的改变内容较多，包括：①取消强制动线，调整为开放式动线，消费者购物自由度提升②调低货架高度，所有商品均更容易被看到和获取③光线明显升级，射灯使商品观感明显提升④加装大型新风系统，卖场空气清洁度提升⑤增加血压仪、母婴室等便民设施，人性化服务增加等等。

图表31：永辉超市调改店的卖场设计变化情况梳理

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、拿去
设备		硬件设施更新50%以上	提升商场硬件配置
灯光	顶灯	射灯	光线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
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

来源：永辉同道，国金证券研究所

3.2.2、永辉在调改中独具的竞争优势

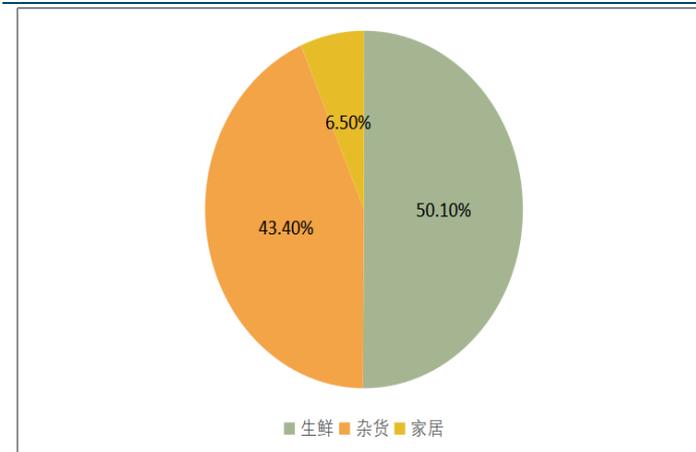
目前全国都兴起了胖东来式改造，上市和非上市的/全国和区域性的/知名和不知名的商超，均有尝试进行自主的胖东来式改造，我们认为永辉超市在此轮胖改中具备几项独特的竞争优势，这是永辉能够顺利通过胖东来式改造建立竞争优势，抵御同类型模式冲击的核心基础。

■ 长期全国化生鲜经营铸就的护城河——生鲜是精选型零售中最具差异化的武器

1) 生鲜经营特点——线下获客能力最强，经营难度最高

生鲜经营是商超在中国实现全国化扩张所必须迈过的技术门槛，得生鲜者才有得天下的门票。生鲜吸引线下客流的能力最强，在胖东来的销售占比超过50%（其中也包括熟食+烘焙，但传统的蔬菜水果占比更高），但同时品类最丰富、非标准化程度最高、天然损耗率也是最高，且生鲜供给端相当分散，因此是商超最难经营的品类。对于大部分新晋品牌和海外品牌来说，在中国经营生鲜是一门需要多年积累才能学到的本领，即使是对于区域型成熟商超来说，全国区域的生鲜经营方法也超出了区域性经营的历史经验。

图表32：生鲜在胖东来超市销售占比过半（%）



来源：第一财经，国金证券研究所

图表33：永辉超市全国的主要仓储物流中心

名称	城市	投入时间	配送范围
福州南屿 CDC	福州	2011-7	福建大区及全国性商品
重庆永西 CDC	重庆	2012-5	华西大区
安徽肥东 CDC	合肥	2012-12	安徽大区
河南郑州 RDC	郑州	2013-1	河南大区
江苏南京 RDC-3PL	南京	2014-1	华东区
上海 RDC-3PL	上海	2014-3	华东大区
四川彭州 RDC	彭州	2014-7	华西地区四川地区门店
河北石家庄 RDC	石家庄	2015-4	石家庄区
东北沈阳 RDC	沈阳	2015-5	沈阳、哈尔滨、吉林
浙江杭州 3PL	杭州	2015-11	浙江省
广东东莞 3PL	东莞	2015-12	广东、深圳
昆山仓常温仓	昆山	2017-11	—
太原租赁自营仓	太原	2017-12	—
昆山仓定温仓	昆山	2018-3	—
四川彭州新 DC	彭州	2018-10	—

来源：永辉超市年报，国金证券研究所



## 2) 生鲜在精选型零售中的地位——没有高质量的生鲜供给，很难站稳精选型零售

没有能力稳定提供新鲜丰富质优的生鲜产品，很难站稳精选型零售赛道。中国人对生鲜蔬菜的钟情，成为中国精选型零售公司超越海外同行的最佳切入点。不同于奥乐齐和盒马 NB 的平价模式，胖东来精选型零售的基本原则是保证产品本身的高质量，而生鲜是一个最容易体现出质量差异的品类，不同商家之间生鲜的口味、新鲜度差异比大部分日用品都明显的多，这也决定了做不好稳定高质量的生鲜供给，很难在消费者心中建立精选型零售定位。

生鲜经营的先发优势明显，做不好容易陷入负向循环，这也决定了精选型零售在中国将是一条人烟稀少的赛道。和大部分其他消费品不同，经营好生鲜对商超本身运营体系的依赖度，要高于对供应商的依赖度。其他消费品通过对供应商的筛选和把关，可以明显提升已有货品的质量，而生鲜经营则不同，即使筛选出了优质供应商，若做不好中间流通环节的精细化管理，最终也会造成商品质量的下降。因此对于一些生鲜经营不成熟的商超来说，可能进入这样的循环：生鲜供应链不成熟→卖的越多亏的越多→控制生鲜供给→货品经常缺货→影响消费者口碑→压制客流量→生鲜周转率下降→恶性循环，从而倒逼他们走向平价模式的竞争。而对于有天然优势的永辉超市来说，更高的客流量进一步加强了生鲜的周转，从而持续提升生鲜新鲜度和质量，更加站稳精选型零售的稀缺地位。

## 3) 永辉如何铸就生鲜护城河

### ①20 年全国农产品流通信息库，为全国化高效经营托底

永辉生鲜长期坚持自营为主，生鲜自营占比超过 90%，20 多年来永辉组建了一支超千人的生鲜买手，长年驻扎在各生鲜产区。通过 20 多年的生鲜经营，永辉积累了所有农产品的产地信息数据库、经营数据库，这些数据信息可以很好帮助永辉获取到全年农产品在各个城市、区域、县城的分布，农产品的品质、上市时间、周期、覆盖范围等等。

### ②全国&全球直采供应链，实现全年反季节和特色生鲜供应

永辉采用长短半径融合的采购模式，在全国一共建设了 600 个直采基地，产地源头仓涵盖福建黄瓜鱼、云南叶菜、山东仓、河北鸡蛋仓(馆陶/辛集)、香蕉加工/芒果加工仓、东北盘锦大米基地等。对于生鲜品类而言，在产销方面常常受到季节性限制，而永辉长半径的生鲜采购模式则强化了永辉在反季瓜果蔬菜方面的市场供应优势。

作为“以生鲜为基础，以客户为中心”的科技零售平台，永辉超市近年来持续推进“生鲜全球化源头直采的战略”，搭建海外供应链资源网，强化与头部企业合作。截止目前，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。

### ③供应链效率保证更短的运送时间，提升产品新鲜度

物流方面永辉是目前物流投资最大、覆盖网络最广的线下商超企业之一，2024 年全国物流作业总额达 416 亿，支撑全渠道零售及第三方业务增长。物流中心覆盖全国 29 个省市，总运作面积 77 万平方米，自有员工 2154 人，拥有 30 个物流中心，包括 20 个常温配送中心、10 个定温配送中心。

图表34：永辉超市如何铸就生鲜护城河



来源：永辉官网，永辉同道，国金证券研究所



## ■ 规模优势带来的护城河——无论是标品还是非标品（自有品牌）均明显受益

### 1) 规模优势赋能标品——裸价采购+规模优势=更低的进货价

精选型零售中标品的战略核心就是要足够便宜，标品价格不高于其他商超，最好做到区域最低。裸价采购是实现价格优势的第一步，买断制模式天然可以提供低于“入场费模式”的销售价格。而规模优势是第二步，同样规格的商品，销售量更高的商超可以拿到更低的进货价，这是行业的竞争法则。永辉超市的裸价采购改革可以把一部分无法完全改革的商超挡在门外，而规模优势可以进一步带来对大多数标品的议价权优势。当然这种议价权优势不会均等体现在所有商品上，销售量越高的商品，永辉超市的议价权优势越大。

### 2) 规模优势赋能自有品牌——代工厂更优质+成本价更低

精选型零售中非标品的战略核心是“只有我有+质价比高”。市场上代工厂之间的质量差异明显，尤其对于精选型零售商来说，最优质的代工厂才是最好的合作伙伴，永辉超市明显的规模优势可以带来更多的选择权，有利于在调改的初始阶段就能建立起和优质供应商的合作，继而实现正向循环。而规模优势在代工端的价格方面依然拥有明显的议价权，即使有竞争对手和同样的代工厂合作，规模优势也可以保证永辉自有品牌更低的成本价。

## ■ 上市地位带来独特的融资优势，更好应对深度调改带来的资金需求

完全转向胖东来模式对资金量需求较高，非上市企业较难承受，这阻碍了相当多的同行进行模仿。尽管胖东来模式已经存在多年，但历史上模仿的同行很少，尽管目前距离胖东来模式爆火已过去超2年，但各地的区域性超市仍旧少见彻底转向胖东来模式的玩家，更多是选择胖东来模式的一部分进行学习，背后原因离不开调改对资金的高需求。

资金需求主要来源于门店调改费用和中央工厂建设费用。胖改门店调改的特点是“要改需要全面改，改一点是没用的”，全面提升烘焙和熟食的质量，全面改变超市的布局，全面改变商品的结构，这些涉及面很广的改革总体对资金需求量很高，而高质量烘焙和熟食的供应链，离不开自有中央工厂的支持，这方面的建设对于传统超市来说是一个全新的不小的支出。因此永辉的上市地位，为调改提供了更好的融资优势，保证调改的持续进行，同时也将一部分区域型、规模小的竞争对手挡在门外。

## 3.3、改革进度跟踪，调改效果观察

### 3.3.1、调改后单店模型得到明显改善

调改后的永辉超市门店，收入利润均迎来明显提升。我们建立了模拟调改前后效果差异的门店模型，数据参考了永辉公布的门店调改报道，由于门店遍布全国，因此单个模型不代表整体情况，但可帮助从门店收入成本结构端，理解调改推动业绩转好的逻辑。

从门店模型角度，我们认为有5点重要信息：

#### 1) 由于调改前还存在后台毛利率，因此调改后毛利率并未明显提升，但存在提升空间

尽管毛利率总体并未提升，但消费者端的体验是原有商品价格的稳定甚至下降。因为采用裸价直采模式，永辉可以按照更低价格购进，并且保证一定的毛利率水平。我们认为随着调改的继续，核心大单品的采购价在规模优势之下有望继续下降，毛利率有望得到提升。

随着自有产品比例未来的持续提升，毛利率还有上升空间。目前自有产品价格占比较低，自有产品打造处于初始阶段，随着自有产品比例的上升，毛利率也将有望进一步提升。

#### 2) 尽管员工人数明显提升，但不影响门店实现较高利润率，员工人数长期仍有优化空间

尽管员工人数和工资明显增加，但只要实现较高的客流量和客单价，仍旧可以实现较高的门店利润率。我们预计未来门店员工仍有优化空间，目前处于调改初期，充分人员配置可以保证更好服务效果，随着人力培训逐渐成熟，人员数量有望实现下降。

#### 3) 利润分成机制的建立，同时保证了员工激励和门店的合理盈利

门店利润分成对员工工资提升的贡献明显，工资收入迎来两次提升。调改前缺失利润分成机制，导致员工与门店业绩绑定不足，分成机制的建立将有利于提升服务效果和员工待遇，同时门店也可达到较高利润率水平。



图表35: 调改前后门店营业数据的效果模拟 (不代表真实门店数据, 仅用来展示调改前后单店指标的变化效果)

门店模型项目	调改前	调改后	备注
客单价 (元)	85.00	119.00	客群转换, 客单价明显提升
客流量 (人)	5,600	9,500	客流量明显增加
单日销售额 (万元)	47.60	113.05	销售额是原来2.4倍
单月销售额 (万元)	1,475.60	3,504.55	
各类型商品毛利率			
前台毛利率	17%	21%	裸价直采, 前台毛利率提升
后台毛利率	4%	0%	裸价直采, 取消后台毛利
总毛利率	21.3%	21.3%	
租金占比	4.7%	2.0%	月租不变
月租 (万元)	70	70	
单月人工 (万元)	36	162.5	员工成本明显增加
单店员工人数	90	250	员工人数明显增加
员工月工资 (元/月)	4000	6500	基本工资明显提升
人工占比	2.4%	4.6%	
水电杂费占比	2.5%	4.9%	水电费增加
水电杂费 (万元)	5.3	4.3	
原有折旧费	2.0	2.0	基础折旧费不变
新增折旧		2.0	门店调改新增投入
折旧合计	2.0	4.0	折旧费增加
折旧费占比	4.2%	3.5%	
耗材	0.1	0.4	耗材增加
耗材费占比	0.2%	0.4%	
物流费	1.0	2.0	物流费增加
物流费占比	2.1%	1.8%	
财务费	0.5	1.1	财务费比例不变
财务费占比	1.0%	1.0%	
月均门店利润 (分红前)	19.65	131.40	利润是原来6.68倍
门店层面利润率 (分红前)	1.3%	3.7%	门店调改新增投入
员工月度总分红 (万元)	-	21.0	员工新增分红收入
员工人均工资分红总额 (元)	4,000.0	7,341.0	员工总工资明显增加
月均门店利润 (分红后)	19.65	110.38	
门店层面利润率 (分红后)	1.3%	3.1%	分红后利润率达到3%

来源: 永辉同道, 国金证券研究所

4) 新调改门店折旧费用较高, 此项费用也是未来门店提利润率的重要来源

商超初次建造或者调改阶段的折旧费用最高, 后期新增投入较少, 未来折旧费用占比有望迎来稳定下降, 为门店释放利润提供空间。

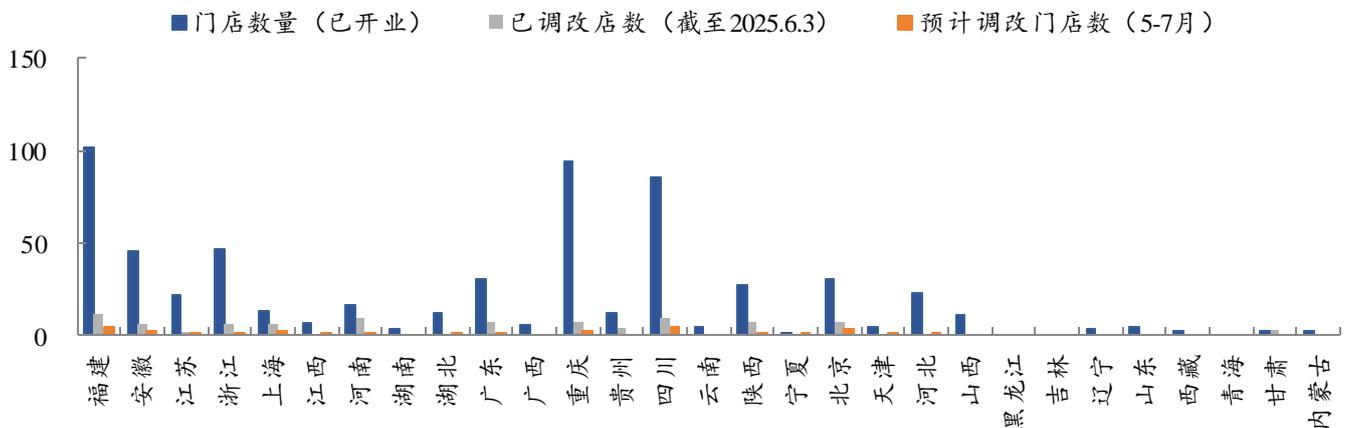
5) 商超调改门店业绩弹性明显, 利润增长比例远高于营业额增加

商超的固定成本主要是租金、人工、折旧等, 随着营业额的增长, 固定成本占比的下降明显, 因此导致利润增长弹性明显高于营业额增加的比例。

3.3.2、门店调改进度跟踪

截止 2025 年 6 月 3 日, 永辉超市总门店数为 618 家, 调改开业门店 94 家, 占目前现有门店比重为 15.2%, 2025 全年预计关闭 250-350 家门店, 6 月底前预计调改门店突破 124 家, 7 月底前预计调改门店突破 150 家, 覆盖城市 60 座。

图表36: 永辉超市各省份门店总数/已调改数/计划调改数 (家, 截止 2025.06.03)



来源: 永辉官网, 国金证券研究所



图表37: 截止 2025.06.03 永辉已成功调改 94 家门店

序号	地区	门店名称	调改进度	开业时间	序号	地区	门店名称	调改进度	开业时间
1	郑州市	信万广场店	已调改	2024.06.19	48	南宁市	新城吾悦广场店	已调改	2025.03.28
2	郑州市	海海海商店	已调改	2024.08.07	49	上海市	浦江万达广场店	已调改	2025.04.02
3	西安市	南关正街店	已调改	2024.08.31	50	西安市	大明宫万达广场	已调改	2025.4.03
4	西安市	西安中贸广场店	已调改	2024.08.31	51	武汉市	汉阳五里城万科中心	已调改	2025.4.11
5	合肥市	肥东东风大道店	已调改	2024.09.01	52	福清市	万达广场店	已调改	2025.4.13
6	福州市	金山公园道店	已调改	2024.09.12	53	昆明市	海东世界店	已调改	2025.4.17
7	杭州市	滨江宝龙店	已调改	2024.09.14	54	太原市	中正大街店	已调改	2025.4.18
8	郑州市	裕华广场店	已调改	2024.09.20	55	开封市	星光天地店	已调改	2025.4.18
9	贵阳市	金源购物中心店	已调改	2024.09.30	56	北京市	卧龙悦购店	已调改	2025.4.18
10	成都市	锦江文晖广场店	已调改	2024.10.11	57	绵阳市	涪城万达广场店	已调改	2025.4.19
11	北京	喜隆多店	已调改	2024.10.19	58	成都市	新都汇融广场店	已调改	2025.4.25
12	福州市	长乐万达广场店	已调改	2024.11.01	59	北京市	凯德Mall大兴店	已调改	2025.4.25
13	福州市	五四北店	已调改	2024.11.08	60	温州市	吾悦广场店	已调改	2025.4.25
14	深圳市	卓悦汇购物中心店	已调改	2024.11.08	61	福州市	琴琴海购物中心店	已调改	2025.4.25
15	重庆	万达广场店	已调改	2024.11.15	62	杭州市	西田购物中心店	已调改	2025.4.26
16	重庆	南坪万达广场店	已调改	2024.11.15	63	上海市	曹路恒越店	已调改	2025.4.28
17	合肥市	华润万象汇店	已调改	2024.11.22	64	遵义市	吾悦广场店	已调改	2025.4.29
18	西安市	曲江池东路店	已调改	2024.11.22	65	深圳市	益田假日广场店	已调改	2025.4.30
19	合肥市	世纪金源滨湖店	已调改	2024.11.29	66	深圳市	福田N城市广场店	已调改	2025.4.30
20	郑州市	新郑龙湖锦艺城店	已调改	2024.11.28	67	重庆市	西城天街店	已调改	2025.4.30
21	兰州市	中海寰宇城店	已调改	2024.11.29	68	重庆市	万州万达广场店	已调改	2025.4.30
22	福州市	闽江世纪金源店	已调改	2024.11.30	69	西安市	西咸吾悦广场店	已调改	2025.4.30
23	遵义市	仁怀酒都方圆荟购物	已调改	2024.12.06	70	泸州市	万达广场店	已调改	2025.4.30
24	杭州市	余杭区临平万宝城店	已调改	2024.12.12	71	新密市	中强光年店	已调改	2025.5.01
25	合肥市	祁门路店(徽泰in77)	已调改	2024.12.16	72	上海市	唐镇阳光城	已调改	2025.5.09
26	郑州市	盛华里店	已调改	2024.12.18	73	重庆市	龙湖大学城店	已调改	2025.5.10
27	西安市	经渭路店	已调改	2024.12.27	74	南昌市	青山湖万达广场店	已调改	2025.5.16
28	广州市	南沙万达广场店	已调改	2024.12.27	75	上海市	普善宝龙店	已调改	2025.5.16
29	北京	长阳半岛店	已调改	2024.12.27	76	合肥市	包河万达广场店	已调改	2025.5.16
30	贵阳市	新世界世纪店	已调改	2024.12.27	77	杭州市	临安钱王财富广场店	已调改	2025.5.16
31	福州市	大儒世袭店	已调改	2024.12.28	78	北京市	西长安中骏世界城店	已调改	2025.5.16
32	成都市	郫都区安琴海店	已调改	2024.12.28	79	苏州市	太仓万达广场店	已调改	2025.5.22
33	成都市	成华区龙潭滨江天街	已调改	2025.01.10	80	漳州市	万达广场店	已调改	2025.5.22
34	重庆	吾悦广场店	已调改	2025.01.10	81	北京市	通州万达广场店	已调改	2025.5.22
35	天津	SM广场店	已调改	2025.01.10	82	福州市	群众路店	已调改	2025.5.23
36	上海	金山万达广场店	已调改	2025.01.10	83	南京市	龙湖江北天街店	已调改	2025.5.23
37	深圳市	前城滨海花园店	已调改	2025.01.10	84	重庆市	龙福新街店	已调改	2025.5.23
38	福州市	奥体中心广场店	已调改	2025.01.15	85	宁波市	万达广场店	已调改	2025.5.28
39	成都市	银泰城店	已调改	2025.01.15	86	内江市	万晟城店	已调改	2025.5.28
40	福州市	大学路店	已调改	2025.01.20	87	绵阳市	乐荟城店	已调改	2025.5.28
41	莆田市	九华广场店	已调改	2025.01.22	88	上海市	嘉定宝龙购物广场店	已调改	2025.5.29
42	阜阳市	阜阳七彩欢乐世界店	已调改	2025.01.22	89	广州市	花都融创茂店	已调改	2025.5.30
43	西安市	阳光天地店	已调改	2025.03.22	90	西安市	小寨西路店	已调改	2025.5.30
44	兰州市	金城中心	已调改	2025.03.28	91	滕江县	昆翔明悦天街店	已调改	2025.5.30
45	北京	鸿坤理想城店	已调改	2025.03.28	92	天水市	秦州万达广场店	已调改	2025.5.30
46	东莞市	厚街万达广场	已调改	2025.03.28	93	济南市	北宸龙湖店	已调改	2025.5.30
47	温州市	龙湾万达店	已调改	2025.03.28	94	焦作市	万达广场店	已调改	2025.6.01

来源: 永辉同道, 国金证券研究所

图表38: 永辉公布的 2025 年 6 月门店调改计划

序号	地区	门店名称	调改进度	开业时间	序号	地区	门店名称	调改进度	开业时间
1	南京市	江宁万达广场店	计划调改	2025.6.06	22	厦门市	五缘湾店	计划调改	2025.6.30前
2	襄阳市	民发广场店	计划调改	2025.6.13	23	惠州市	大亚湾万达店	计划调改	2025.6.30前
3	达州市	达川店	计划调改	2025.6.30前	24	武夷山市	方兆广场店	计划调改	2025.6.30前
4	西安市	小寨西路店	计划调改	2025.6.30前	25	古田县	名城店	计划调改	2025.6.30前
5	西安市	高新万达广场店	计划调改	2025.6.30前	26	南宁市	大唐天城店	计划调改	2025.6.30前
6	焦作市	万达广场店	计划调改	2025.6.30前	27	义乌市	吾悦广场店	计划调改	2025.6.30前
7	重庆市	爱琴海店	计划调改	2025.6.30前	28	杭州市	临安钱王财富广场店	计划调改	2025.6.30前
8	重庆市	仁悦天地店	计划调改	2025.6.30前	29	上海市	嘉定宝龙购物广场店	计划调改	2025.6.30前
9	重庆市	新纪元店	计划调改	2025.6.30前	30	上海市	松江万达广场店	计划调改	2025.6.30前
10	成都市	中铁大道店	计划调改	2025.6.30前	31	北京市	丰科万达广场店	计划调改	2025.6.30前
11	泸州市	万象汇店	计划调改	2025.6.30前	32	北京市	西铁营万达广场店	计划调改	2025.6.30前
12	隆昌市	金沙时代广场店	计划调改	2025.6.30前	33	北京市	千禧店	计划调改	2025.6.30前
13	内江市	万晟城店	计划调改	2025.6.30前	34	北京市	通州万达广场店	计划调改	2025.6.30前
14	昆明市	金地恒泰城店	计划调改	2025.6.30前	35	沈阳市	沈北华强城店	计划调改	2025.6.30前
15	重庆市	双福新街店	计划调改	2025.6.30前	36	沈阳市	浑南龙湖天街店	计划调改	2025.6.30前
16	重庆市	南川万达广场店	计划调改	2025.6.30前	37	大同市	万达广场店	计划调改	2025.6.30前
17	绵阳市	乐荟城店	计划调改	2025.6.30前	38	济南市	北宸龙湖店	计划调改	2025.6.30前
18	绵阳市	CBD万达广场店	计划调改	2025.6.30前	39	天津市	塘沽万达广场店	计划调改	2025.6.30前
19	垫江县	昆翔明悦天街店	计划调改	2025.6.30前	40	太原市	万达广场店	计划调改	2025.6.30前
20	天水市	秦州万达广场店	计划调改	2025.6.30前	41	包头市	万科印象城店	计划调改	2025.6.30前
21	福州市	融侨店	计划调改	2025.6.30前					

来源: 永辉同道, 国金证券研究所

图表39: 永辉超市近期关闭及转让门店清单

序号	闭店时间	省份	门店名称	序号	闭店时间	省份	门店名称
1	2025.4.15	江苏	南京 江北金盛田广场永辉超市	19	2025.3.15	安徽	合肥 天鹅湖万达店
2	2025.4.18	黑龙江	哈尔滨市 哈西万达店	20	2025.5.21	安徽	合肥 四里河店(明发广场店)
3	2025.4.18	黑龙江	哈尔滨市 松北融创茂店(原万达广场)	21	2025.5.16	安徽	合肥 融侨悦城店
4	2025.4.18	黑龙江	齐齐哈尔市 建华万达广场	22	2025.4.10	安徽	合肥 马鞍山路店
5	2025.4.18	黑龙江	大庆市 让胡路万达广场	23	2025.4.30	安徽	合肥 禹洲中央广场店
6	2025.4.18	黑龙江	大庆市 东风路万达广场	24	2025.4.25	安徽	合肥 奥园城市天地店
7	2025.4.18	黑龙江	大庆市 大庆毅腾店	25	2025.5.1	江苏	南京 六合龙湖天街店
8	2025.4.18	吉林	长春市 北湖新城吾悦广场店	26	2025.3.15	福建	福州 世欧广场店
9	2025.4.18	吉林	长春市 车城万达店	27	2025.4.30	福建	福州 永泰葛岭店
10	2025.4.18	吉林	长春市 红旗街万达广场	28	2025.4.1	福建	漳州 宝龙城市广场店
11	2025.4.18	吉林	长春市 吾悦广场店	29	2024.10.31	江苏	南通 海门江海路中南城店
12	2025.4.18	吉林	长春市 临河街店	30	2024.7.19	江苏	扬州 邗江万达广场
13	2025.4.18	吉林	长春市 宽城万达店	31	2024.6.26	江苏	徐州 云龙万达店
14	2025.3.1	福建	漳州宝龙城市广场店	32	2025.4.13	陕西	西安 翠华路店
15	2025.4.20	陕西	西安永辉超市北辰大道店	33	2025.5.16	陕西	商洛 通江东路店
16	2025.3.12	湖北	武汉 范湖龙湖天街店	34	2024.10.9	河南	新乡万达广场
17	2025.4.30	浙江	杭州 西溪银泰店	35	2024.10.9	河南	洛阳王府井店
18	2025.4.30	浙江	杭州 金渡北路店				

来源: 永辉官网, 比优特官网, 国金证券研究所整理

## 四、站在此刻改革时点, 永辉价值迎来重估

### 4.1、门店调改和关店进度预测

永辉盈利预测建立在关店和调改两大因素之上, 关店推动减亏, 调改推动盈利释放。根据永辉目前的官方规划, 我们搭建了 2025&2026 年开关店&调改进度预测, 核心有两大假设:

①2025 年完成所有关店计划, 计划年底剩下约 500 家左右的门店。目前 2025Q1 已关店约 48 家, 预计接下来三个季度还要关店 227 家。

②2025 和 2026 两年完成剩余全部门店的调改, 2025 年 6 月底预计完成超 124 家门店调改, 2026 年农历春节(2026.01.18)前完成约 300 家门店的调改。目前 2025Q1 新增调改门店 16 家, 按照“越调越快”的节奏, 预计于 2025Q4 完成 283 家门店的调改, 2026 年



完成剩余全部门店的调改。

图表40：永辉超市 2025&2026&2027 年开关店和调改进度预测

	开关店进度&调改进度预测														
	2022	2023	2024	2025Q1	2025Q2E	2025Q3E	2025Q4E	2026Q1E	2026Q2E	2026Q3E	2026Q4E	2027Q1E	2027Q2E	2027Q3E	2027Q4E
全国门店数量(家)	1,033	1,000	775	727	654	581	500	500	500	500	500	500	500	500	500
关店数量	-24	-33	-225	-48	-73	-73	-81	0	0	0	0	0	0	0	0
——自有	10	11	11	11	11	11	11	11	11	11	11	11	11	11	11
——租赁	1,023	989	764	716	643	570	489	489	489	489	489	489	489	489	489
全国门店面积(万平方米)	806	775	614	576	519	461	397	397	397	397	397	397	397	397	397
yoy(2025年为季度环比)	-2.65%	-3.77%	-20.77%	-6.16%	-9.99%	-11.10%	-13.85%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
——自有	11	12	12	12	12	12	12	12	12	12	12	12	12	12	12
——租赁	795	763	602	565	507	449	386	386	386	386	386	386	386	386	386
全国租赁单店面积(平方米/家)	7,767	7,720	7,886	7,886	7,886	7,886	7,886	7,886	7,886	7,886	7,886	7,886	7,886	7,886	7,886
调改门店总数(家)	-	-	31	47	125	203	283	363	443	500	500	500	500	500	500
调改门店数量占比	-	0%	4%	6%	19%	35%	57%	73%	89%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
新增调改门店数(家)	-	-	31	16	78	78	80	80	80	57	0	0	0	0	0
未调改店数量(家)——倒算	1,033	1,000	744	680	529	378	217	137	57	0	0	0	0	0	0
未调改门店数量占比	100%	100%	96%	94%	81%	65%	43%	27%	11%	0%	0%	0%	0%	0%	0%

来源：永辉超市年报，永辉股东大会，国金证券研究所测算

## 4.2、永辉超市盈利预测

### 4.2.1、调改店盈利释放空间和节奏预测

#### ➤ 2025-2026 年调改门店盈利预测：调改门店利润释放节奏不断加快

2025 年 Q1 永辉超市开业满 3 个月的 41 家稳态调改店的利润表现为调改店整体利润提供了一个比较基准。41 家开业满 3 个月的稳态调改店 Q1 贡献了 7472 万元的利润，平均单店单月利润达到 60.75 万元，分月份来看，3 月份平均单店利润为 35.85 万元，1-2 月份平均单店利润为 73.20 万元，单店表现存在一定回落，主要由 2 大因素影响：①春节效应：2 月春节采购月助推更高客流量②调改店初期的网红效应：调改店初期得益于胖东来概念客流量最高，后期客流量迎来一定程度回落。

3 月份稳态调改店达到的利润水平，是在春节后淡季和客流量回落情况下取得的成绩，可作为后续调改店满 3 个月可达到的相对中性的预测基准。由于 2025 年春节时间为 2.28-03.04，年货购买和消费集中发生在过年前的 2 月，因此 3 月份是调改店的相对淡季，3 月份 41 家开业时间满 3 个月稳态调改店实现的利润水平（35.85 万/店/月），可以作为相对中性的预测基准。

图表41：截止 3 月底的 41 家稳态调改店清单

序号	城市	门店	调改进度	开业时间	序号	城市	门店	调改进度	开业时间
1	郑州	信万广场店	已调改	2024.06.19	22	遵义市	仁怀酒都方园荟购物广场店	已调改	2024.12.06
2	郑州	瀚海尚店	已调改	2024.08.07	23	杭州市	余杭区临平万宝城店	已调改	2024.12.12
3	西安市	中贸广场店	已调改	2024.08.31	24	合肥市	祁门路店(银泰in77店)	已调改	2024.12.16
4	合肥市	肥东东风大道店	已调改	2024.09.01	25	郑州市	盛华里店	已调改	2024.12.18
5	福州市	金山公园道店	已调改	2024.09.12	26	西安市	坊渭路店	已调改	2024.12.27
6	杭州市	滨江宝龙店	已调改	2024.09.14	27	广州市	南沙万达广场	已调改	2024.12.27
7	郑州市	裕华广场店	已调改	2024.09.20	28	北京	长阳半岛店	已调改	2024.12.27
8	贵阳市	金源购物中心店	已调改	2024.09.30	29	贵阳市	新世界花园店	已调改	2024.12.27
9	成都市	锦江文华广场店	已调改	2024.10.11	30	福州市	大儒世家店	已调改	2024.12.28
10	北京	喜隆多店	已调改	2024.10.19	31	成都市	郫都区晏琴海店	已调改	2024.12.28
11	福州市	长乐万星店	已调改	2024.11.01	32	西安市	坊渭路店	已调改	2024.12.30
12	福州市	五四北店	已调改	2024.11.08	33	成都市	成华区龙湖滨江天街店	已调改	2025.01.10
13	深圳市	卓悦汇购物中心店	已调改	2024.11.08	34	重庆	吾悦广场店	已调改	2025.01.10
14	重庆	万达广场店	已调改	2024.11.15	35	天津	SM广场店	已调改	2025.01.10
15	重庆	南坪万达广场店	已调改	2024.11.15	36	上海	金山万达广场店	已调改	2025.01.10
16	合肥市	华湖万象汇店	已调改	2024.11.22	37	深圳市	前城滨海花园店	已调改	2025.01.10
17	西安市	曲江池东路店	已调改	2024.11.22	38	福州市	奥体中心广场店	已调改	2025.01.15
18	合肥市	世纪金源滨湖店(滨湖方圆荟店)	已调改	2024.11.28	39	成都市	锦泰城店	已调改	2025.01.15
19	郑州市	新郑龙湖锦艺城店	已调改	2024.11.29	40	郑州市	大学路店	已调改	2025.01.20
20	兰州市	中海寰宇城店	已调改	2024.11.29	41	莆田市	九华广场店	已调改	2025.01.22
21	福州市	闽江世纪金源店	已调改	2024.11.30					

来源：永辉同道，国金证券研究所

图表42：25Q1 永辉 41 家稳态调改店利润贡献(万元)

	合计	单店单月
Q1 利润贡献(公告)	7472	60.75
3 月利润贡献(公告)	1470	35.85
2 月利润贡献测算	3001	73.20
1 月利润贡献测算	3001	73.20

来源：永辉同道，国金证券研究所

但前期调改的 41 家门店，我们推测属于永辉已有门店中区位和经营质量相对较好的门店，因此后期即将调改的超 450 家门店，利润无法直接对标这 41 家，因此我们采用一定的百分比，假设一定比例的门店可对标 41 家的初始稳态调改店，其他比例的门店利润水平相对更低(假设低 30%)。基于此逻辑，结合调改门店节奏，我们构建了调改店 2025-2026 年盈利释放的预测模型，包含三种预期：

#### ■ 谨慎预期

①假设一：所有调改店中 10%的门店质量可以对标目前的 41 家稳态调改店。



②假设二：另外 90%的门店利润比 41 家稳态调改店 3 月份的利润低 30%。

③测算结果：预计 2025 年 283 家调改店共贡献 5.65 亿元利润，预计 2026 年 500 家调改店共贡献 16.16 亿元利润。

■ 中观预期

①假设一：所有调改店中 40%的门店质量可以对标目前的 41 家稳态调改店。

②假设二：另外 60%的门店利润比 41 家稳态调改店 3 月份的利润低 30%。

③测算结果：预计 2025 年 283 家调改店共贡献 6.25 亿元利润，预计 2026 年 500 家调改店共贡献 18.15 亿元利润。

■ 乐观预期

①假设一：所有调改店中 80%的门店质量可以对标目前的 41 家稳态调改店。

②假设二：另外 20%的门店利润比 41 家稳态调改店 3 月份的利润低 30%。

③测算结果：预计 2025 年 283 家调改店共贡献 7.03 亿元利润，预计 2026 年 500 家调改店共贡献 20.81 亿元利润。

由于目前调改还处在早期阶段，未调改门店数量较多（预计超 450 家），后续调改店的经营质量和调改效果无法线性外推，因此基于百分比对标的盈利释放模型的建立，有助于后期根据新调改店的调改表现，灵活调整预测模型，达到有效跟踪和预测的目的。

图表43：永辉超市调改门店盈利释放的情景假设模型（谨慎&中观&乐观）

调改门店盈利预测	2025Q1	2025Q2E	2025Q3E	2025Q4E	2026Q1E	2026Q2E	2026Q3E	2026Q4E
调改门店总数（家）	47	125	203	283	363	443	500	500
调改门店数量占比	6%	19%	35%	57%	73%	89%	100%	100%
情景假设——谨慎预期								
10%门店单月单店利润（万元）同 41 家持平	60.75	35.85	35.85	35.85	60.75	35.85	35.85	35.85
90%门店单月单店利润（万元）降低 30%	42.53	25.10	25.10	25.10	42.53	25.10	25.10	25.10
调改门店季度利润（亿元）	0.86	0.98	1.59	2.22	4.83	3.48	3.93	3.93
情景假设——中观预期								
30%门店单月单店利润（万元）同 41 家持平	60.75	35.85	35.85	35.85	60.75	35.85	35.85	35.85
70%门店单月单店利润（万元）降低 30%	42.53	25.10	25.10	25.10	42.53	25.10	25.10	25.10
调改门店季度利润（亿元）	0.86	1.06	1.72	2.40	5.23	3.76	4.25	4.25
情景假设——乐观预期								
50%门店单月单店利润（万元）同 41 家持平	60.75	35.85	35.85	35.85	60.75	35.85	35.85	35.85
50%门店单月单店利润（万元）降低 30%	42.53	25.10	25.10	25.10	42.53	25.10	25.10	25.10
调改门店季度利润（亿元）	0.86	1.14	1.86	2.59	5.62	4.05	4.57	4.57

来源：永辉同道，国金证券研究所

按照三种情景假设下实现的利润，我们假设整体永辉调改门店平均配置 200 个员工（和永辉官方公布的大部分调改店员工人数相当），对 2025 年和 2026 年分别赋予 2800 元和 3000 元的人效水平，可以看到 2026 年在乐观情景下门店利润率水平在 Q1（春节人流量利好）可以达到 3.1%，其余季节为 1.8%，这样的水平整体介于普通商超和优秀商超（胖东来）之间，因此我们认为该模型预测的利润数据相对客观。



图表44: 永辉超市不同情景下的调改店利润率水平测算(%)

	2025Q1	2025Q2E	2025Q3E	2025Q4E	2026Q1E	2026Q2E	2026Q3E	2026Q4E
不同情景下的门店利润率水平								
调改门店总数(家)	47	125	203	283	363	443	500	500
单个门店员工人数	200	200	200	200	200	200	200	200
人效预测(元/人/天)	2800	2800	2800	2800	3000	3000	3000	3000
季度收入(亿元)	24.48	65.10	105.72	147.39	202.55	247.19	279.00	279.00
门店利润率-乐观预期	3.5%	1.9%	1.9%	1.9%	3.1%	1.8%	1.8%	1.8%
门店利润率-中观预期	3.5%	1.7%	1.7%	1.7%	2.7%	1.6%	1.6%	1.6%
门店利润率-谨慎预期	3.5%	1.5%	1.5%	1.5%	2.4%	1.4%	1.4%	1.4%

来源: 国金证券研究所测算

➤ 2027年调改店盈利预测: 门店数稳定, 单店盈利提升成为盈利提升主要推动力

2025-2026年盈利释放节奏相对更快, 背后主要由调改店数量的迅速提升带来, 而进入到2027年, 调改店数量趋于稳定, 盈利来到了主要由单店盈利提升贡献的阶段。对于2027年, 核心变化点主要为单店人效和单店利润率, 我们预测2027年门店人效相比2026年小幅提升, 从3000元/人/天提升至3150元/人/天, 门店利润率相比2026年提升约0.1%-0.2%, 主要来自于①供应链持续优化带来的毛利率提升②门店员工技术更加熟练带来的人效提升。

图表45: 不同情景下永辉超市调改店2025-2027年各季度及年度盈利预测汇总

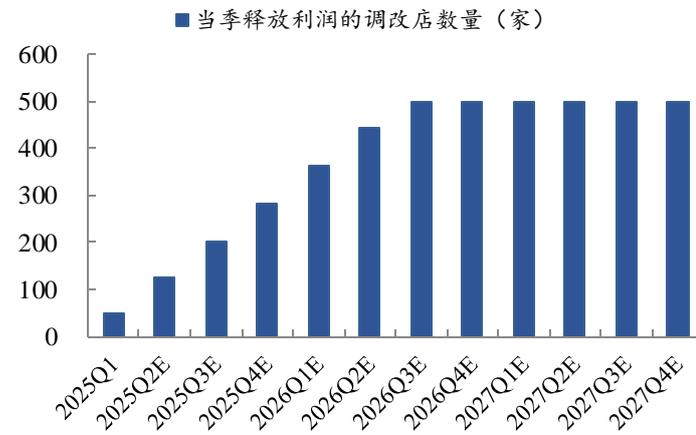
不同情景下的调改门店利润预测(季度)												
调改门店盈利预测	2025Q1	2025Q2E	2025Q3E	2025Q4E	2026Q1E	2026Q2E	2026Q3E	2026Q4E	2027Q1E	2027Q2E	2027Q3E	2027Q4E
调改门店总数(家)	47	125	203	283	363	443	500	500	500	500	500	500
调改门店数量占比	6%	19%	35%	57%	73%	89%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
情景假设——谨慎预期												
10%门店单月单店利润(万元)同41家持平	60.75	35.85	35.85	35.85	60.75	35.85	35.85	35.85	69.86	41.23	41.23	41.23
90%门店单月单店利润(万元)降低30%	42.53	25.10	25.10	25.10	42.53	25.10	25.10	25.10	48.90	28.86	28.86	28.86
调改门店季度利润(亿元)	0.86	0.98	1.59	2.22	4.83	3.48	3.93	3.93	7.65	4.51	4.51	4.51
情景假设——中观预期												
40%门店单月单店利润(万元)同41家持平	60.75	35.85	35.85	35.85	60.75	35.85	35.85	35.85	69.86	41.23	41.23	41.23
60%门店单月单店利润(万元)降低30%	42.53	25.10	25.10	25.10	42.53	25.10	25.10	25.10	48.90	28.86	28.86	28.86
调改门店季度利润(亿元)	0.86	1.10	1.79	2.50	5.42	3.91	4.41	4.41	8.59	5.07	5.07	5.07
情景假设——乐观预期												
80%调改门店单月单店利润(万元)同41家持平	60.75	35.85	35.85	35.85	60.75	35.85	35.85	35.85	69.86	41.23	41.23	41.23
20%门店单月单店利润(万元)降低30%	42.53	25.10	25.10	25.10	42.53	25.10	25.10	25.10	48.90	28.86	28.86	28.86
调改门店季度利润(亿元)	0.86	1.26	2.05	2.86	6.22	4.48	5.05	5.05	9.85	5.81	5.81	5.81
不同情景下的调改门店营收/人效/利润率水平预测(季度)												
	2025Q1	2025Q2E	2025Q3E	2025Q4E	2026Q1E	2026Q2E	2026Q3E	2026Q4E	2027Q1E	2027Q2E	2027Q3E	2027Q4E
调改门店总数(家)	47	125	203	283	363	443	500	500	500	500	500	500
单个门店员工人数	200	200	200	200	200	200	200	200	200	200	200	200
人效预测(元/人/天)	2800	2800	2800	2800	3000	3000	3000	3000	3150	3150	3150	3150
调改店季度收入(亿元)	24.48	65.10	105.72	147.39	202.55	247.19	279.00	279.00	292.95	292.95	292.95	292.95
门店利润率-乐观预期	3.5%	1.9%	1.9%	1.9%	3.1%	1.8%	1.8%	1.8%	3.4%	2.0%	2.0%	2.0%
门店利润率-中观预期	3.5%	1.7%	1.7%	1.7%	2.7%	1.6%	1.6%	1.6%	2.9%	1.7%	1.7%	1.7%
门店利润率-谨慎预期	3.5%	1.5%	1.5%	1.5%	2.4%	1.4%	1.4%	1.4%	2.6%	1.5%	1.5%	1.5%
不同情景下的调改门店营收/利润/利润率水平预测(年度)												
	2025E	2026E						2027E				
调改店收入(亿元)	342.69	1007.75						1171.80				
调改店利润-乐观(亿元)	7.03	20.81						27.29				
调改店利润-中观(亿元)	6.25	18.15						23.81				
调改店利润-谨慎(亿元)	5.65	16.16						21.19				
调改店利润率-乐观	2.1%	2.1%						2.3%				
调改店利润率-中观	1.8%	1.8%						2.0%				
调改店利润率-谨慎	1.6%	1.6%						1.8%				

来源: 国金证券研究所测算

总结来看, 由于2025-2026年调改店数量快速增长, 从2025Q1的47家增长至2026Q3的500家, 因此单纯由调改门店数增加所带来的利润弹性较大, 中观预期下2025年调改店贡献6.25亿利润, 2026年预计贡献达18.15亿利润, 而2027年由于调改店数量已趋于稳定, 利润增长中心从调改门店数量提升转向单店盈利提升, 中观预期下预计2027年调改店贡献23.81亿利润。



图表46: 当季释放利润的调改店数量新增节奏不断加快 (家)



图表47: 当季调改店贡献的收入将迎来快速增长 (亿元)



来源: 国金证券研究所测算

来源: 国金证券研究所测算

#### 4.2.2、总收入及费用率预测

##### ■ 收入预测

##### 1) 总收入及分类型收入占比

预计 2025-2027 年永辉超市营业收入分别为 571.04、1068.21、1242.11 亿元，分别同比变化-15.49%、87.06%、16.28%。其中零售业收入占比维持 94%+的水平，服务业收入占比维持较低比例，服务费商业化率（服务业收入/零售业收入）维持稳定。

##### 2) 零售业收入

随着 2025 年关店继续进行，门店总数预计将从 2024 年 775 家下降至 500 家，即使考虑到调改店更高的营收水平，预计 2025 年零售业收入仍将下滑 15.52%，随着关店进入尾声，2026 年调改店占比将继续大幅提升，预计推动 2026 年零售业收入增长 87.06%，2027 年随着调改店运营进一步成熟，零售业收入预计增长 16.28%，达到 1171.80 亿元。

##### 3) 服务业收入

服务业收入占零售业收入比重相对稳定，整体变化趋势和零售业收入一致。预计 2025-2027 年的服务业收入分别为 32.32、60.46、70.31 亿元，分别同比变化-15.08%、87.06%、16.28%。

##### ■ 销售/管理/研发费用率预测

销售费用方面，随着调改店占比的提升，预计 2025 年销售费用率略低于 2024 年，由于 25 年底关店进入尾声，调改店占比的大幅提升将推动 2026 和 2027 年的销售费用率迎来下降，预计 2025-2027 年的销售费用率分别为 19%、17.63%、17.53%。管理费用方面，预计随着调改店占比的提升，管理费用率将迎来小幅下降，预计 2025-2027 年的管理费用率分别为 2.5%、2.4%、2.4%。研发费用方面，由于目前重在调改，数字化研发相对成熟，因此预计研发费用率保持稳定，预计 2025-2027 年的研发费用率分别为 0.27%、0.27%、0.27%。

#### 4.2.3、相对估值法

由于永辉超市目前处在特殊的困境反转阶段，因此单一的静态的估值方法并不完全适用。从 PE 角度来看，按照 2025-2027 年归母净利润分别为-4.73/12.78/18.33 亿元的预测，对应的 PE 分别为-95.6/35.4/24.7 倍。从 PS 角度来看，按照 2025-2027 年营业收入分别为 571/1068.2/1242.1 亿元的预测，对应的 PS 分别为 0.8/0.4/0.4，在可比公司中处于较低水平。

鉴于目前公司仍处在减亏和调改加速时期，因此我们以远期 2027 年运营情况逐步回归稳定的年度盈利预测为基础对其进行估值，考虑到胖东来模式带来的潜在长期成长性，以及目前新消费方向整体的市场情绪，我们给予永辉超市 2027 年 35 倍 PE 估值，目标价 7.00



元，目标市值为 641.59 亿元，给予“买入”评级。

图表48：永辉超市可比公司相对估值

代码	公司	市值 (亿)	归母净利润 (亿)				PE (倍)		
			2024A	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
002251.SZ	步步高	145	12.12	2.10	4.21	6.08	69.2	34.4	23.8
603708.SH	家家悦	68	1.32	1.85	2.26	2.60	36.9	30.3	26.3
600729.SH	重庆百货	129	13.15	13.93	14.77	15.50	9.3	8.8	8.3
	平均值						38.5	24.5	19.5
601933.SH	永辉超市	452	-14.65	-4.73	12.78	18.33	-95.6	35.4	24.7

代码	公司	市值 (亿)	销售收入 (亿)				PS (倍)		
			2024A	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
002251.SZ	步步高	145	34.4	75.3	96.5	113.6	1.9	1.5	1.3
603708.SH	家家悦	68	182.6	186.8	193.6	200.9	0.4	0.4	0.3
600729.SH	重庆百货	129	171.4	178.2	184.3	191.2	0.7	0.7	0.7
	平均值						3.0	2.6	2.3
601933.SH	永辉超市	452	675.7	571.0	1068.2	1242.1	0.8	0.4	0.4

来源：Wind，国金证券研究所（截止 2025.06.02）

#### 4.2.4、永辉超市未来成长路径展望

##### ■ 第一阶段：调改+关店

2025-2026 年的利润增长来源预计主要由调改和关店贡献，这是目前市场的核心关注点，也是永辉价值增长的第一阶段。但这仅仅是永辉重新实现价值增长的开始，由于关店和调改进度迅速，在 2 年多的时间之内完成，调改店的真正盈利潜力还未得到充分释放。

##### ■ 第二阶段：门店模型优化（商品更替+自有商品占比提升+人员优化）

门店模型的优化将成为第二成长阶段的主要利润增长来源，门店营收和利润将持续提升。精选型零售的门店盈利天花板很高，盈利改善主要来自于三大方向：①随着选品能力的提升，商品的不断更替，好产品比例越高，对消费者的吸引力越强，门店客流量和周转率将越高。目前调改进度较快，商品质量和选品能力还有较大提升空间。②供应链持续优化，采购价格下降，自有商品占比提升。随着采购体系的优化，有望进一步降低标品采购成本，提升采购效率。自有商品占比的提升将直接推动毛利率的上升，但这依赖于供应链的高质量合作，中国高度发达的制造业大大降低了自有品牌商品的生产门槛，但也需要选品经验和研发经验的积累和成熟。③人员的适当优化也为单店盈利提升提供了空间，必要的人员数量支持和较高的待遇水平是保证精选型零售服务质量的基础，但相较调改初期的人员配置，未来单个门店的人员配置相较目前阶段仍有部分优化空间。

##### ■ 第三阶段：门店全国化扩张

门店的全国化扩张将成为第三成长阶段的主要利润增长来源。中国大陆走精选型零售模式的商超较少，最具代表性的是河南胖东来，而消费者对于质价比商品的需求存在于全国各地，以胖东来所在的新乡和许昌为例，这样的需求可以下沉到中国的四线城市，因此广大的未被满足的需求将为永辉超市全国化扩张提供充分的空间。



## 五、风险提示

- 1) 行业竞争加剧风险：线下其他调改商超和线上即时零售竞争对手的加入，可能加剧行业的竞争
- 2) 调改门店客流量下滑风险：调改门店前期受益于胖东来网红效应，后期随着网红效应减弱，可能对单店客流量产生影响
- 3) 各地区消费习惯差异带来的风险：胖东来建立在熟食+烘焙基础上的商超模式，需要匹配各地的饮食习惯，由于全国各地饮食习惯的不同，可能对不同地区调改店的表现产生影响



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)							
	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	
<b>主营业务收入</b>	<b>90,091</b>	<b>78,642</b>	<b>67,574</b>	<b>57,104</b>	<b>106,821</b>	<b>124,211</b>	货币资金	7,616	5,839	3,996	5,144	9,411	10,934	
增长率		-12.7%	-14.1%	-15.5%	87.1%	16.3%	应收款项	1,180	986	655	641	1,194	1,388	
<b>主营业务成本</b>	<b>-72,361</b>	<b>-61,940</b>	<b>-53,751</b>	<b>-45,319</b>	<b>-83,065</b>	<b>-96,437</b>	存货	10,467	8,269	7,058	6,394	11,675	13,554	
%销售收入	80.3%	78.8%	79.5%	79.4%	77.8%	77.6%	其他流动资产	5,352	3,963	5,562	5,316	6,020	6,334	
<b>毛利</b>	<b>17,730</b>	<b>16,702</b>	<b>13,823</b>	<b>11,785</b>	<b>23,757</b>	<b>27,774</b>	流动资产	24,614	19,056	17,271	17,496	28,299	32,210	
%销售收入	19.7%	21.2%	20.5%	20.6%	22.2%	22.4%	%总资产	39.6%	36.6%	40.4%	47.3%	60.5%	64.7%	
<b>营业税金及附加</b>	<b>-204</b>	<b>-218</b>	<b>-214</b>	<b>-137</b>	<b>-256</b>	<b>-298</b>	长期投资	8,133	7,411	6,076	6,076	6,076	6,076	
%销售收入	0.2%	0.3%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	固定资产	4,510	4,095	3,692	2,752	2,289	1,826	
<b>销售费用</b>	<b>-15,850</b>	<b>-14,680</b>	<b>-13,059</b>	<b>-10,850</b>	<b>-18,833</b>	<b>-21,779</b>	%总资产	7.3%	7.9%	8.6%	7.4%	4.9%	3.7%	
%销售收入	17.6%	18.7%	19.3%	19.0%	17.6%	17.5%	无形资产	4,229	3,344	2,284	1,805	1,669	1,574	
<b>管理费用</b>	<b>-2,046</b>	<b>-1,887</b>	<b>-1,792</b>	<b>-1,428</b>	<b>-2,564</b>	<b>-2,981</b>	非流动资产	37,529	32,996	25,478	19,493	18,501	17,570	
%销售收入	2.3%	2.4%	2.7%	2.5%	2.4%	2.4%	%总资产	60.4%	63.4%	59.6%	52.7%	39.5%	35.3%	
<b>研发费用</b>	<b>-482</b>	<b>-318</b>	<b>-183</b>	<b>-154</b>	<b>-288</b>	<b>-335</b>	<b>资产总计</b>	<b>62,143</b>	<b>52,052</b>	<b>42,749</b>	<b>36,988</b>	<b>46,800</b>	<b>49,780</b>	
%销售收入	0.5%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	短期借款	8,540	6,923	6,786	11,529	11,556	10,866	
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>-852</b>	<b>-401</b>	<b>-1,424</b>	<b>-784</b>	<b>1,816</b>	<b>2,380</b>	应付款项	14,055	11,541	9,556	8,902	16,519	19,176	
%销售收入	n.a	n.a	n.a	n.a	1.7%	1.9%	其他流动负债	6,472	6,263	6,384	4,694	7,670	8,228	
<b>财务费用</b>	<b>-1,538</b>	<b>-1,323</b>	<b>-1,138</b>	<b>-742</b>	<b>-563</b>	<b>-421</b>	流动负债	29,067	24,727	22,727	25,125	35,745	38,270	
%销售收入	1.7%	1.7%	1.7%	1.3%	0.5%	0.3%	长期贷款	2,070	350	0	500	500	500	
<b>资产减值损失</b>	<b>-755</b>	<b>-612</b>	<b>-218</b>	<b>-110</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	其他长期负债	23,349	21,040	15,693	7,586	5,374	3,811	
公允价值变动收益	-595	-76	-298	0	0	0	负债	54,486	46,117	38,420	33,212	41,619	42,582	
<b>投资收益</b>	<b>-105</b>	<b>396</b>	<b>522</b>	<b>300</b>	<b>300</b>	<b>300</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>7,466</b>	<b>5,939</b>	<b>4,440</b>	<b>3,967</b>	<b>5,245</b>	<b>7,078</b>	
%税前利润	n.a	-29.1%	-31.8%	-52.1%	18.6%	12.9%	其中：股本	9,075	9,075	9,075	9,075	9,075	9,075	
<b>营业利润</b>	<b>-3,298</b>	<b>-1,476</b>	<b>-1,287</b>	<b>-576</b>	<b>1,613</b>	<b>2,320</b>	未分配利润	-6,752	-8,100	-9,574	-10,047	-8,768	-6,935	
营业利润率	n.a	n.a	n.a	n.a	1.5%	1.9%	少数股东权益	191	-4	-110	-190	-65	120	
<b>营业外收支</b>	<b>79</b>	<b>114</b>	<b>-357</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>62,143</b>	<b>52,052</b>	<b>42,749</b>	<b>36,988</b>	<b>46,800</b>	<b>49,780</b>	
<b>税前利润</b>	<b>-3,218</b>	<b>-1,361</b>	<b>-1,644</b>	<b>-576</b>	<b>1,613</b>	<b>2,320</b>	<b>比率分析</b>		2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
利润率	n.a	n.a	n.a	n.a	1.5%	1.9%	<b>每股指标</b>							
<b>所得税</b>	<b>219</b>	<b>-103</b>	<b>5</b>	<b>23</b>	<b>-210</b>	<b>-302</b>	每股收益	-0.304	-0.146	-0.161	-0.052	0.141	0.202	
所得税率	n.a	n.a	n.a	n.a	13.0%	13.0%	每股净资产	0.823	0.654	0.489	0.437	0.578	0.780	
<b>净利润</b>	<b>-3,000</b>	<b>-1,465</b>	<b>-1,639</b>	<b>-553</b>	<b>1,403</b>	<b>2,018</b>	每股经营现金净流	0.646	0.503	0.241	-0.096	0.757	0.455	
少数股东损益	-237	-136	-173	-80	125	185	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>-2,763</b>	<b>-1,329</b>	<b>-1,465</b>	<b>-473</b>	<b>1,278</b>	<b>1,833</b>	<b>回报率</b>							
净利率	n.a	n.a	n.a	n.a	1.2%	1.5%	净资产收益率	-37.01%	-22.38%	-33.01%	-11.92%	24.37%	25.90%	
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							总资产收益率	-4.45%	-2.55%	-3.43%	-1.28%	2.73%	3.68%	
	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	投入资本收益率	-4.32%	-3.25%	-12.73%	-4.76%	9.16%	11.16%	
<b>净利润</b>	<b>-3,000</b>	<b>-1,465</b>	<b>-1,639</b>	<b>-553</b>	<b>1,403</b>	<b>2,018</b>	<b>增长率</b>							
少数股东损益	-237	-136	-173	-80	125	185	主营业务收入增长率	-1.07%	-12.71%	-14.07%	-15.49%	87.06%	16.28%	
<b>非现金支出</b>	<b>4,727</b>	<b>4,209</b>	<b>3,387</b>	<b>1,333</b>	<b>1,047</b>	<b>1,016</b>	EBIT增长率	-64.37%	-52.93%	255.01%	-44.96%	N/A	31.11%	
非经营收益	1,797	777	172	-178	368	268	净利润增长率	-29.94%	-51.90%	10.26%	-67.75%	N/A	43.40%	
<b>营运资金变动</b>	<b>2,339</b>	<b>1,047</b>	<b>271</b>	<b>-1,476</b>	<b>4,056</b>	<b>827</b>	总资产增长率	-12.86%	-16.24%	-17.87%	-13.48%	26.52%	6.37%	
<b>经营活动现金净流</b>	<b>5,864</b>	<b>4,569</b>	<b>2,191</b>	<b>-874</b>	<b>6,874</b>	<b>4,129</b>	<b>资产管理能力</b>							
资本开支	-1,194	-656	-417	1,337	-55	-85	应收账款周转天数	2.0	2.2	1.8	1.7	1.7	1.7	
投资	1,218	420	1,838	0	0	0	存货周转天数	53.6	55.2	52.0	51.5	51.3	51.3	
其他	-112	493	-2,544	300	300	300	应付账款周转天数	62.2	64.7	60.9	61.0	62.0	62.0	
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-87</b>	<b>256</b>	<b>-1,123</b>	<b>1,637</b>	<b>245</b>	<b>215</b>	固定资产周转天数	16.7	17.9	19.4	18.2	8.2	5.7	
股权募资	0	0	0	0	0	0	<b>偿债能力</b>							
债权募资	-3,241	-3,229	-190	5,153	27	-690	净负债/股东权益	27.47%	11.75%	-11.56%	95.15%	-12.46%	-39.71%	
其他	-3,741	-3,343	-2,742	-808	-668	-568	EBIT利息保障倍数	-0.6	-0.3	-1.3	-1.1	3.2	5.7	
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-6,982</b>	<b>-6,572</b>	<b>-2,932</b>	<b>4,345</b>	<b>-641</b>	<b>-1,258</b>	资产负债率	87.68%	88.60%	89.87%	89.79%	88.93%	85.54%	
<b>现金净流量</b>	<b>-1,201</b>	<b>-1,746</b>	<b>-1,864</b>	<b>5,108</b>	<b>6,478</b>	<b>3,087</b>								

来源：公司年报、国金证券研究所


**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	2	3	6	12	35
增持	1	1	3	9	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
<b>评分</b>	<b>1.33</b>	<b>1.25</b>	<b>1.33</b>	<b>1.43</b>	<b>1.00</b>

来源：聚源数据

**市场中相关报告评级比率分析说明：**

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
 3.01~4.0=减持

**投资评级的说明：**

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



**【小程序】**  
国金证券研究服务



**【公众号】**  
国金证券研究