



门店调改效果显著，静待长期业绩回报

投资要点

- **推荐逻辑：1）本土全国性商超龙头，规模优势仍在。**公司是国内率先实行“农改超”的企业，是生鲜超市的先驱，生鲜营收占比接近 50%。截至 24 年在全国 29 个城市共开设 775 家门店，全国化布局规模优势明显。**2）社零数据回升，新零售模式逆势增长。**据统计局数据，24 年社零总额同比增长 3.5%，25 年 1-4 月同比增长 4.7%，整体表现回归增长趋势。分业态来看，超市业务零售增速相对更稳定。另外如山姆会员商店、胖东来等新零售模式逆势增长，胖东来 22-24 年营收 CAGR 为 55.8%，优于传统超市。**3）永辉学习胖东来调改，人货场全面升级。**24 年永辉开始学习胖东来进行门店调改，提高员工福利待遇、选品更新比例超过 60%、货场布置全面升级更注重消费体验。调改后门店重新营业短期内均实现客流和销售额的翻倍增长。
- **全国化布局，生鲜超市行业领先。**公司是全国化布局的连锁生鲜超市，截至 24 年共有 775 家门店，并且门店类型包括普通大众民生超市、精致生活超市和仓储超市，能够覆盖不同人群所需。近年来受到宏观环境影响和实体零售消费需求变革，公司营收持续下滑，但亏损幅度有所收窄，25Q1 实现盈利。公司是首家“农改超”生鲜超市，在行业领先地位仍在。
- **社零数据回升，新型商超模式兴起。**据统计局数据，我国社零总额增速经历短期下滑后已重新回到增长趋势，25 年 1-4 月累计同比增长 4.7%。分业态来看，超市 24 年零售增速 2.7%，优于百货和专卖店，表现在五种业态中相对更稳定。另外在传统商超普遍式微的情况下，新型零售模式如山姆一类会员仓储超市则逆势增长，而胖东来作为本土超市凭借良好的服务和优秀的选品异军突起，近三年以 55.8% 的复合增速快速逆袭。
- **学习胖东来调改门店，短期反馈良好。**永辉超市 24 年开始学习胖东来模式进行门店调改，从人货场三个角度进行全方位升级，人方面提高员工福利待遇以及提供人性化设施；选品方面进行全面汰换升级，换新率普遍在 60-70%，引入更多进口品牌、胖东来品牌和自由品牌，同时增设中央厨房；场方面对货场装修进行调整，更加注重消费体验。调改后重新开业的门店普遍迎来消费者热烈反响，客流和销售额都实现翻倍增长。
- **盈利预测与投资建议：**考虑到公司调改后短期效果显著，但长期效果有待验证，预计 25-27 年 EPS 分别为 -0.07、0.07、0.12 元，对应 26-27 年 PE 分别为 74、40 倍，首次覆盖，给予“持有”评级。
- **风险提示：**市场竞争加剧的风险、宏观经济环境波动的风险、调改门店持续性不及预期的风险。

指标/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	67573.82	62753.89	73309.24	86840.70
增长率	-14.07%	-7.13%	16.82%	18.46%
归属母公司净利润（百万元）	-1465.46	-616.18	617.48	1133.07
增长率	-10.26%	57.95%	200.21%	83.50%
每股收益 EPS（元）	-0.16	-0.07	0.07	0.12
净资产收益率 ROE	-37.85%	-17.65%	14.64%	21.62%
PE	-31	-74	74	40
PB	10.28	11.17	9.46	7.82

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究院

分析师：陈柯伊
执业证号：S1250524100003
电话：19112628819
邮箱：ckyyf@swsc.com.cn

分析师：谭陈渝
执业证号：S1250523030003
电话：17782333081
邮箱：tchy@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	90.75
流通 A 股(亿股)	90.75
52 周内股价区间(元)	2.14-7.64
总市值(亿元)	456.47
总资产(亿元)	393.35
每股净资产(元)	0.50

相关研究

目 录

1 全国性超市龙头，财务表现承压	1
1.1 全国首家“农改超”，跻身零售业前列	1
1.2 营收持续下滑，亏损幅度收窄	1
1.3 股权结构	3
2 超市业态表现稳定，新零售模式频出	4
2.1 社零数据回升，超市业态增速稳定	4
2.2 传统商超式微，新零售模式崛起	7
2.3 胖东来异军突起，连续逆势高增	9
3 规模优势仍在，引入胖东来调改短期效果显著	11
3.1 全国化布局，规模优势遥遥领先	11
3.2 学习胖东来调改，人货场升级销售额提升	12
4 盈利预测与估值	15
4.1 盈利预测	15
4.2 相对估值	16
5 风险提示	16

图 目 录

图 1: 公司发展历程.....	1
图 2: 公司营业收入及增速	2
图 3: 公司归母净利润及增速.....	2
图 4: 公司分产品营业收入及增速.....	2
图 5: 公司分产品营收占比	2
图 6: 公司分产品毛利率.....	2
图 7: 公司毛利率&净利率.....	3
图 8: 公司各项费用率.....	3
图 9: 公司存货周转天数 (天)	3
图 10: 公司各项现金流.....	3
图 11: 公司股权结构	4
图 12: 社零总额当月值&当月同比	4
图 13: 社零总额累计值&累计同比	4
图 14: 分品类商品零售额及增速	5
图 15: 分业态零售额增速.....	5
图 16: 山姆在中国的门店数 (家)	7
图 17: 沃尔玛公司中国区营收.....	7
图 18: 2024 财年山姆中国分渠道营收占比	8
图 19: 山姆自营品牌	8
图 20: 会员商店供应链.....	8
图 21: 2023 年本土超市店效 (万元/店)	9
图 22: 胖东来近三年营收.....	9
图 23: 胖东来的服务细节.....	10
图 24: 胖东来自营品牌产品	10
图 25: 生鲜毛利率&营收占比	11
图 26: 永辉生鲜产品	11
图 27: 学习胖东来调改门店	13
图 28: 永辉超市的中央厨房.....	13
图 29: 胖东来品牌专区	13

表 目 录

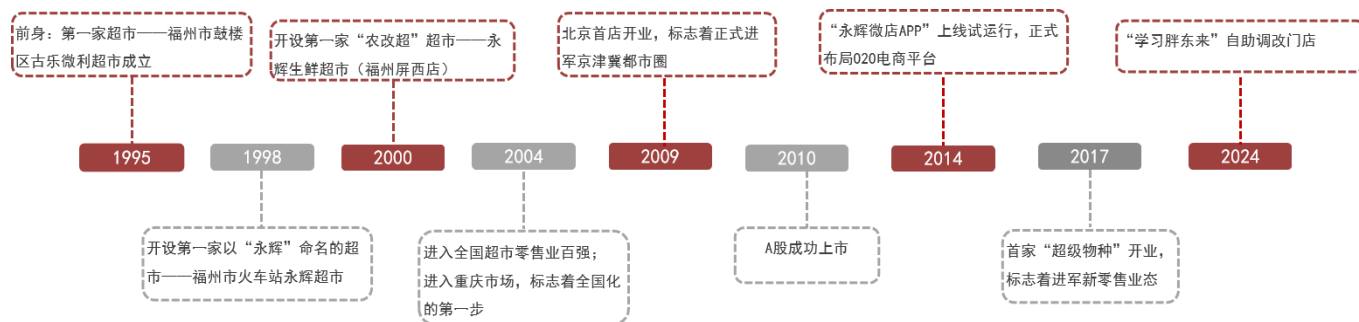
表 1: 超市按面积划分不同细分业态.....	6
表 2: 超市按经营模式划分不同细分业态.....	6
表 3: 2023 年中国超市 TOP10.....	7
表 4: 胖东来工资表.....	9
表 5: 门店数排名前十的地区.....	11
表 6: 公司不同的门店系列.....	12
表 7: 调改门店产品结构调整.....	14
表 8: 调改门店员工福利和货场布置调整.....	14
表 9: 调改门店表现.....	15
表 10: 分业务收入及毛利率.....	16
表 11: 可比公司估值.....	16
附表: 财务预测与估值.....	17

1 全国性超市龙头，财务表现承压

1.1 全国首家“农改超”，跻身零售业前列

“生鲜第一股”，将生鲜带进超市。公司前身为 1995 年在福州成立的一家微利超市，1998 年开设第一家以“永辉”命名的超市。2000 年公司响应政府提出“农改超”号召并享受政策支持，开设了第一家“农改超”生鲜超市，满足了人们对生鲜产品的消费需求转型和农贸市场改革，初具零售业巨头雏形。2004 年公司进入重庆市场，标志着全国化的第一步，此后陆续进入北京、安徽、贵州等重要战略城市，实现了全国化的战略布局。2010 年公司成功 A 股上市，此后公司陆续涉足电商、金融、新零售等业态，2024 年引入胖东来模式进行门店调改，零售业巨头进入发展新阶段。

图 1：公司发展历程

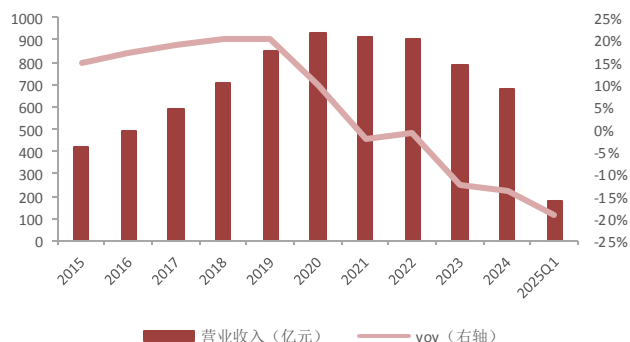


数据来源：公司官网，西南证券整理

1.2 营收持续下滑，亏损幅度收窄

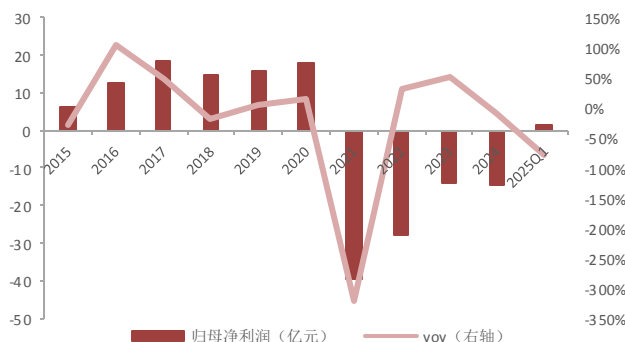
营收持续下滑，业绩亏损幅度收窄。2015-2020 年公司营收业绩均保持逐年增长态势，营收从 2015 年 421.5 亿元增长至 2020 年 932 亿元，CAGR 为 17.2%；归母净利润从 6.1 亿元增长至 17.9 亿元，CAGR 为 24%。2021 年受宏观经济环境波动以及消费者消费习惯变化导致的实体零售行业式微影响，加之公司前期的大步扩张及新业态带来的财务压力，公司营收开始出现逐年下滑，24 年收入下滑至 675.7 亿元，25Q1 收入 174.8 亿元；归母净利润则出现连年亏损，但亏损幅度有所收窄，21 年亏损 39.4 亿元，24 年亏损 14.7 亿元，25Q1 盈利 1.5 亿元，但同比仍然是大幅下滑。

图 2：公司营业收入及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

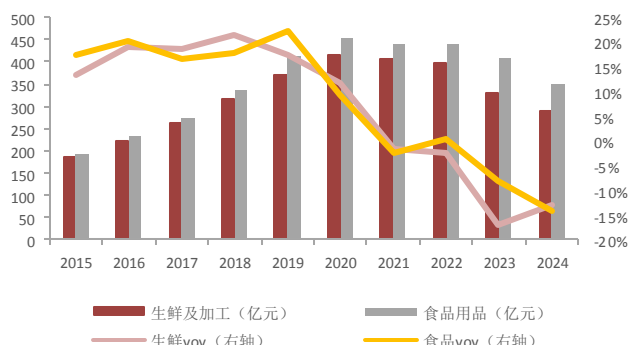
图 3：公司归母净利润及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

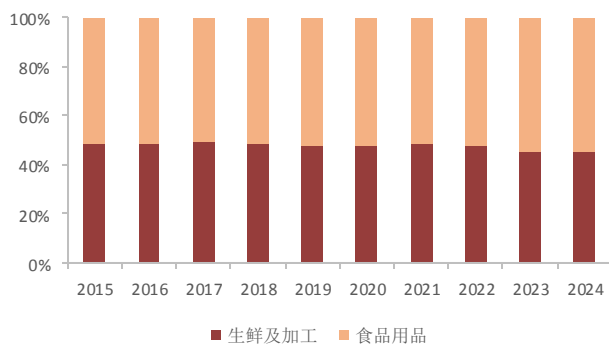
生鲜和食品营收均下滑，食品占比略有提升。公司作为国内首家“农改超”生鲜超市，销售产品主要分为生鲜和非生鲜的食品用品两大类，两者占比均 50%左右。2015-2020 年两大品类均呈逐年增长趋势，生鲜类由 185.1 亿元增长至 414.8 亿元，CAGR 为 17.5%；食品类由 194.6 亿元增长至 453 亿元，CAGR 为 18.4%。2021 年开始两品类营收均开始下滑，至 2024 年生鲜类营收 288.3 亿元，食品类营收 349.4 亿元，占比分别为 45.2%、54.8%，食品类占比有逐渐提升趋势。食品类毛利率高于生鲜类，21 年两者毛利率均有所下滑，之后逐渐回升至往期水平，24 年生鲜和食品毛利率分别为 12.8%、18.8%。

图 4：公司分产品营业收入及增速



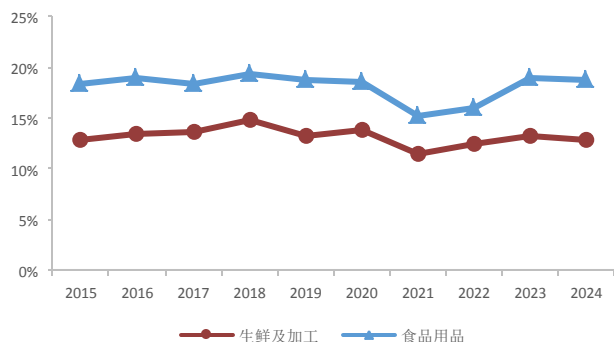
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 5：公司分产品营收占比



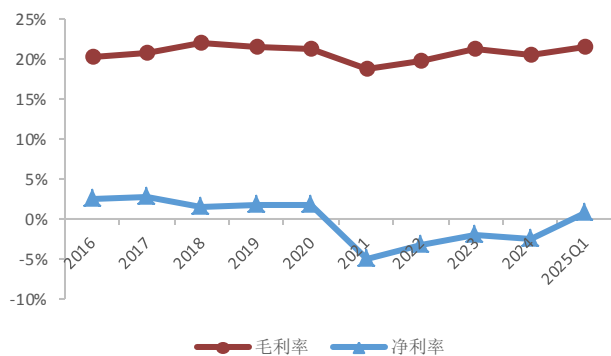
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 6：公司分产品毛利率

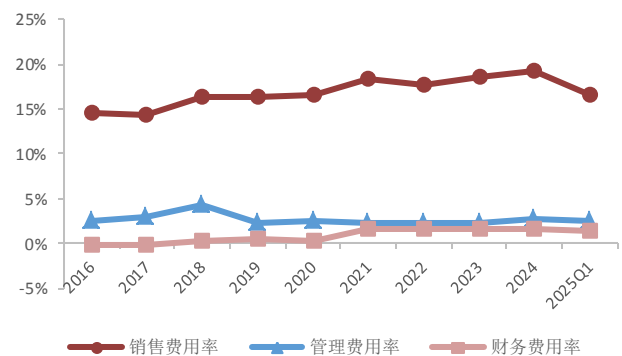


数据来源：公司公告，西南证券整理

盈利能力承压，销售费用率走高。公司毛利率维持较平稳趋势，始终在 20% 左右，24 年毛利率为 20.5%，同比-0.8pp；25Q1 毛利率为 21.5%。净利率则有一定程度承压，21-24 年均为亏损状态，25Q1 扭亏为盈，净利率为 0.8%。费用率方面，公司销售费用率有上行趋势，从 16 年 14.6% 提升至 24 年 19.3%，25Q1 销售费用率为 16.6%；管理费用率保持较为平稳趋势维持在 2.5% 左右，财务费用率维持在 1.7% 左右。

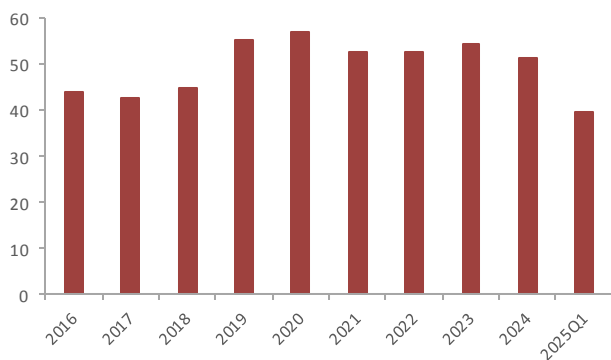
图 7：公司毛利率&净利率


数据来源：公司公告，西南证券整理

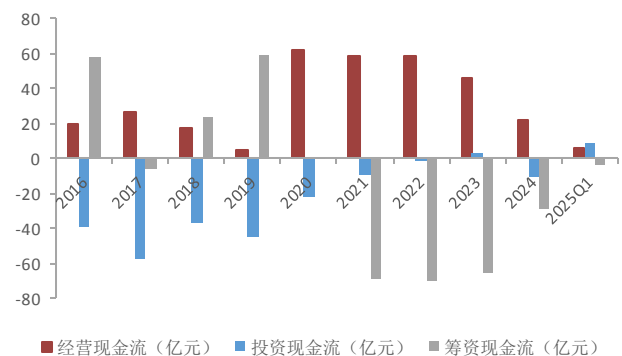
图 8：公司各项费用率


数据来源：公司公告，西南证券整理

存货周转天数有所好转，经营现金流下降。公司存货周转天数经历上升之后又回落的过程，先从 16 年约 44 天提升至 20 年 57 天，之后下降至 24 年 51 天，25Q1 存货周转天数为 40 天，营运能力整体呈好转趋势。现金流方面，公司近年来经营性净现金流有下降趋势，20 年经营性净现金流为 61.4 亿元，24 年仅为 21.9 亿元，25Q1 经营/投资/筹资净现金流分别为 5.7/8.4/-4.4 亿元。

图 9：公司存货周转天数 (天)


数据来源：公司公告，西南证券整理

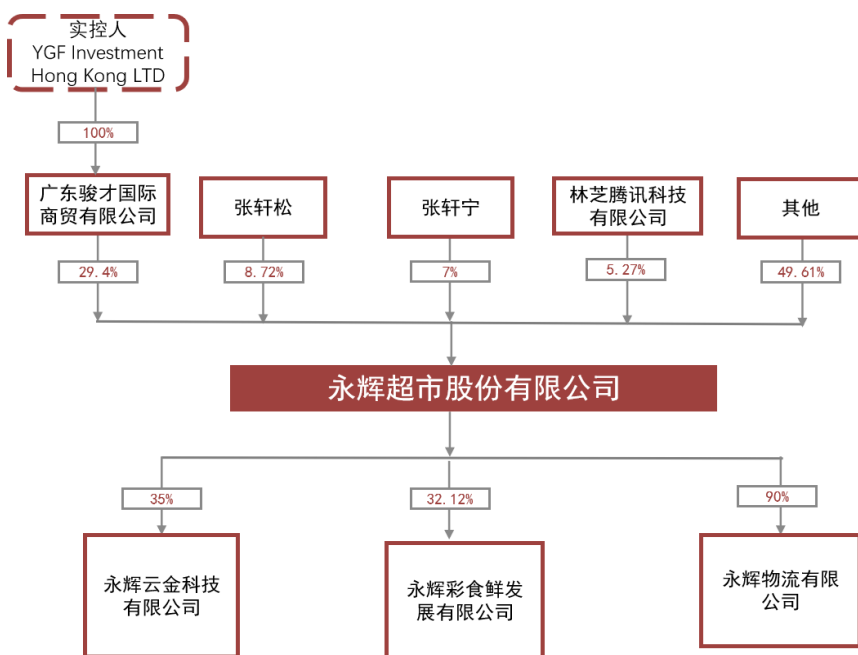
图 10：公司各项现金流


数据来源：公司公告，西南证券整理

1.3 股权结构

公司实控人为 YGF Investment Hong Kong LTD，持股比例约 29.4%。公司最大股东为广东骏才国际商贸有限公司，持股 29.4%，该公司原股东为名创优品，退出后由 YGF Investment Hong Kong LTD 取而代之成为新的全资股东，后者也因此成为永辉超市实际控制人。另外大股东还包括创始人张轩松及其兄弟张轩宁，林芝腾讯科技有限公司，香港中央结算有限公司等。

图 11：公司股权结构



数据来源：Wind，西南证券整理

2 超市业态表现稳定，新零售模式频出

2.1 社零数据回升，超市业态增速稳定

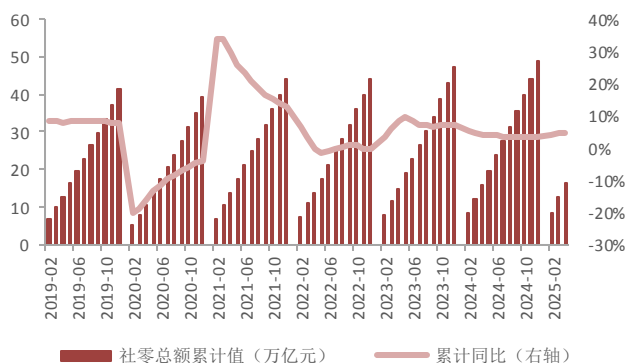
社零总额重回稳定增长趋势，25年1-4月累计增长4.7%。从统计局数据来看，2020-2021年社零总额受到宏观经济环境波动和其他因素出现较大幅度的波动，20年零售总额累计同比下滑之后21年又出现较强大的反弹，21年全年累计同比增长12.5%。此后社零总额开始回归平稳趋势，22年处于过渡阶段，分月份来看各月数据有升有降，全年累计略微下滑0.2%。23-24年整体稳中有升，全年累计分别同比增长7.2%、3.5%。25年1-4月仍保持稳定增长态势，累计同比增长4.7%。

图 12：社零总额当月值&当月同比



数据来源：国家统计局，西南证券整理

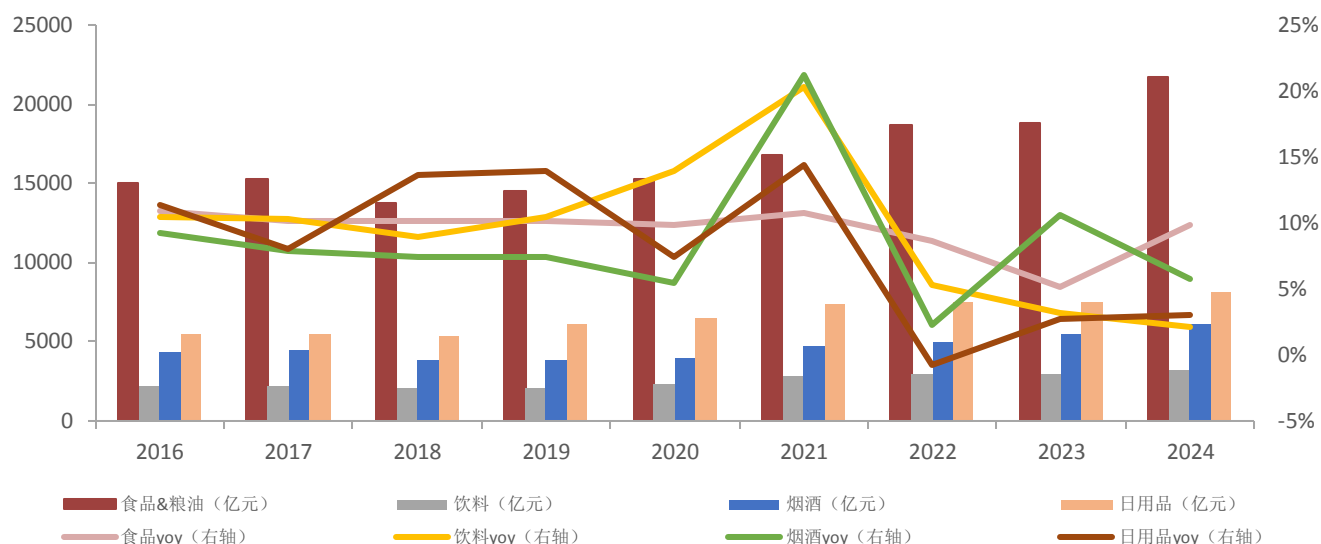
图 13：社零总额累计值&累计同比



数据来源：国家统计局，西南证券整理

食品粮油增速稳定，饮料波动较大。据统计局公布的商品零售额数据，商超中最常出现的食品粮油、饮料、烟酒、日用品四大类表现出较强的韧性。其中食品粮油作为必选消费品增速稳定，24 年零售额同比增长 9.9%，与 16-21 年期间增速基本持平。饮料增速波动较大，21 年同比增长 20.4%，24 年仅增长 2.4%，增速有较大幅度的下滑；另外烟酒和日用品增速同样出现较为明显的下降，24 年分别增长 5.7%、3%。

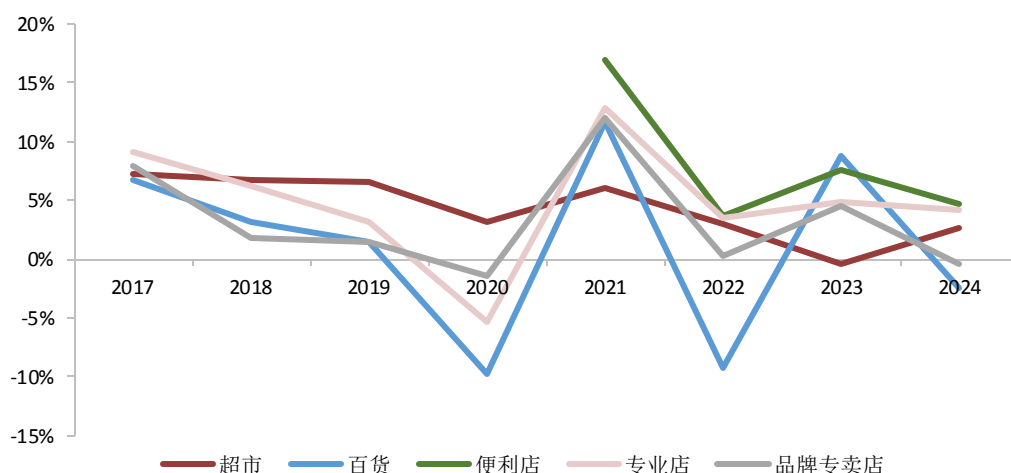
图 14：分品类商品零售额及增速



数据来源：国家统计局，西南证券整理

便利店增幅最快，超市较为平稳。分零售业态来看，超市的零售额增速最为稳定，24 年同比增长 2.7%，虽低于便利店和专业店，但相比负增长的百货和专卖店表现仍属良好；24 年百货和专卖店分别下滑 2.4%、0.4%。便利店作为 21 年才纳入统计的零售业态，在五种业态中增速最快，21 年最高同比增长 16.9%，24 年同比增长 4.7%，专业店次之，24 年同比增长 4.2%。

图 15：分业态零售额增速



数据来源：国家统计局，西南证券整理

超市业态按面积和经营模式可细分为不同形态的超市。面积较小、商品种类少的便利店和夫妻店、烟酒店、副食店等优势在于选址灵活、覆盖面积广，多在社区、居民区附近开店，满足周边居民日常所需，但因为产品种类少因此体量也较小。标准超市同样按面积可再细分，如 1000 平米以内的超市、1000-5000 平米的中型超市以及 5000 平米以上的大型超市。另外，新零售兴起，超市也分化出不同的新属性，如以盒马鲜生、超级物种为例的以生鲜+熟食为亮点的新型超市，以及以山姆、麦德龙为例的外资会员超市，该类超市收取会员费、商品品质高、自营占比大，目前国内正处于快速发展时期。

表 1：超市按面积划分不同细分业态

业态	面积	商品种类	特点
大型超市	5,000m²以上	15,000-30,000 种	大众化衣食日用品一次购齐，设停车场，对商圈规模要求很高
中型超市	1,000-5,000m²	8,000-15,000 种	日常生活必需品，有生鲜经营，对商圈要求较高
便利超市	小于 1,000m²	1,000-8,000 种	以购买频率高的食品、烟酒、日用百货商品和便民服务为主，为消费者提供一站式的便利购物服务，对商圈规模要求不高，商圈可分为住宅区、娱乐区、院校区、商务区、观光区等，分为标准超市和便利店两种业态。
其中：标准超市	200-1,000m²左右	4,000-8,000 种	属于便利超市，以购买频率高的食品、烟酒、日用百货商品和便民服务为主。
便利店	200m²以内	1,000-4,000 种	属于便利超市，以购买频率高的食品、烟酒、日用百货商品和便民服务为主。
24 小时便利店	200m²以内	1,000-2,000 种	营业时间为 24 小时，以速成食品、日用百货为主，有即时消费、小容量、应急性等特点。

数据来源：红旗连锁招股说明书，西南证券整理

表 2：超市按经营模式划分不同细分业态

业态	示例	特点
副食店、便利店	  	副食店为个体户经营，便利店为品牌连锁，面积较小，商品种类较少，多为日常刚需食品、日用品和烟酒，多在居民区附近开店，满足日常基础和应急所需
普通连锁超市	   	部分为上市企业，区域性或全国连锁，面积较大，商品种类齐全，能够满足日常全部需求
生鲜+餐厅结合超市	 	新零售业态，电商或传统商超分化出的以生鲜和熟食为亮点的超市与餐饮结合体，商品种类多且与一般超市选品有差异化，有自营品牌和独立供应链
外资会员超市	 	均为外资，全球布局，收取会员费，为目前面积最大的超市形态，商品种类丰富且多为仓储式大包装，自营品牌占比大，有独立供应链

数据来源：各品牌官网，西南证券整理

2.2 传统商超式微，新零售模式崛起

传统商超式微，新零售业态崛起。由中国连锁经营协会发布的 2023 年中国超市 TOP10 榜单可以看到，超市行业仍处于低迷时期，且竞争格局出现分化。从销售规模来看，前十中仅沃尔玛和山姆的母公司实现了正增长，其余 9 家公司全部为负增长；从门店数来看，仅沃尔玛、盒马、物美和华联的母公司有扩张，其余公司门店数均下降。可以看到仅沃尔玛母公司实现了销售额和门店数的双增，而其中山姆在中国市场的亮眼表现贡献了主要增长。

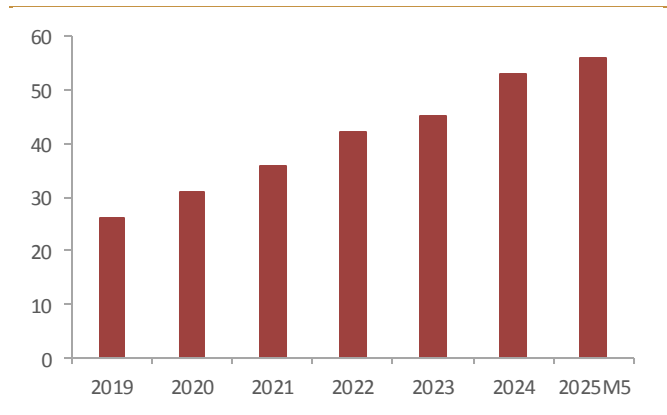
表 3：2023 年中国超市 TOP10

序号	企业名称	超市品牌	2023 销售规模 (亿元)	销售额同比 (%)	2023 门店数	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	1009	-3.4
3	康成投资（中国）邮箱公司	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	-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：中国连锁经营协会，西南证券整理

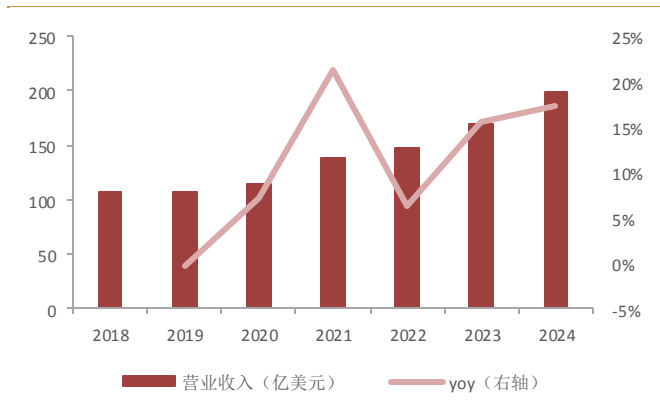
会员制超市大放异彩，舶来品水土适应良好。山姆是沃尔玛公司旗下会员制超市，与沃尔玛超市差异化定位，主要面向中产家庭，以收取会员费和特色选品为亮点。自 1996 年进入中国以来，山姆始终不温不火，直到前中国区总裁实行全面改革，提高会员费以更精准筛选目标消费群体以及精简 SKU 聚焦兼具性价比和差异化的产品，山姆在中国快速崛起，门店数由 16 年 15 家增长 24 年 53 家，截至 25 年 5 月山姆中国共有 56 家门店。山姆同样支撑起了沃尔玛公司在中国地区的营收，沃尔玛公司中国区营收从 19 年 106.7 亿美元增长至 24 年 200 亿美元，在沃尔玛超市大面积关店的情况下山姆超市实现了逆势增长。

图 16：山姆在中国的门店数（家）



数据来源：山姆中国官网，西南证券整理

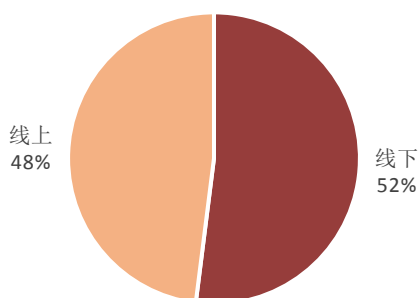
图 17：沃尔玛公司中国区营收



数据来源：沃尔玛财报，西南证券整理

线上营收占比接近半数，自营品牌实现选品差异化。据沃尔玛公司 2024 财年电话会上表示，2024 财年山姆中国线上营收占比达到 48%，已十分接近线下收入，且远超过山姆国际的平均 10-20%。线上渠道的高渗透率与我国发达的电商和消费者长期以来的消费习惯相匹配，同时也需要完善的前置仓和物流配送系统。另外山姆选品的差异化竞争力主要来自自营品牌 Member's Mark，通过独立供应链提供与其他品牌相比更具性价比的选择，且仅在山姆可以买到，同时有效增强消费者粘性。

图 18：2024 财年山姆中国分渠道营收占比



数据来源：天下网商、沃尔玛财报，西南证券整理

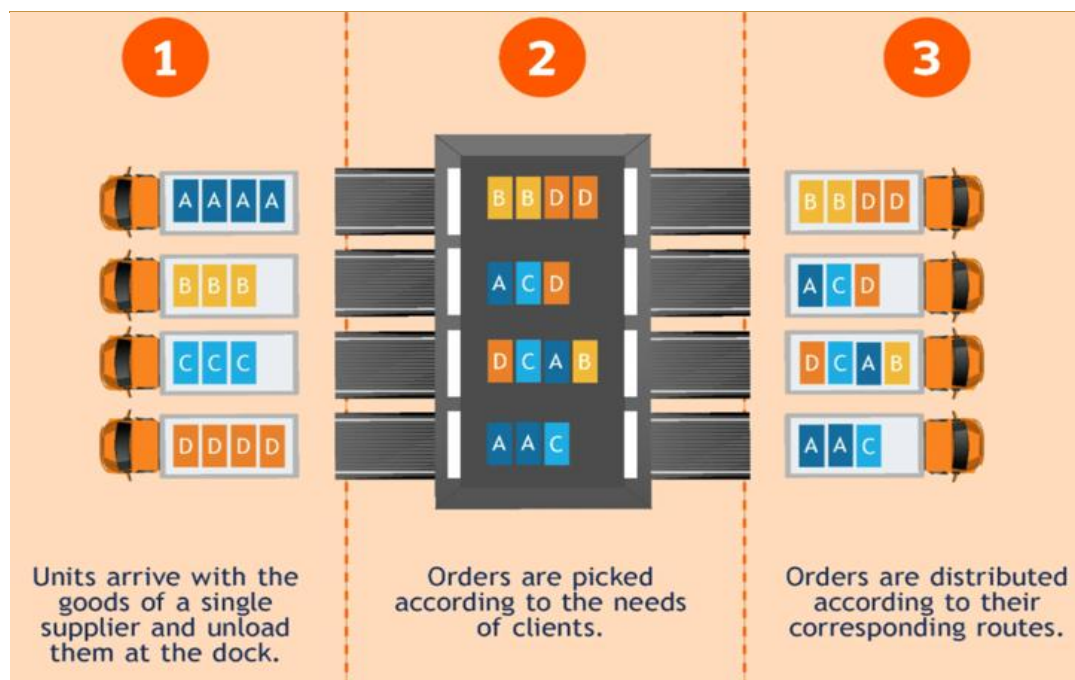
图 19：山姆自营品牌



数据来源：山姆APP，西南证券整理

强大的供应链体系。山姆超市都设计有存储区来存放额外的库存，这种店内仓储减少了频繁送货的需要，保持了低成本和货架满载。另外除了店内仓储外山姆还拥有庞大的配送中心网络，它们是区域物流流程的骨干，也用于在线订单的存储和包装。山姆在其分销网络中心运营区域仓库，充当中央枢纽，从供应商处接收货物并高效地将其配送到附近的仓库，通过战略性地定位这些仓库，能够最大限度地缩短运输距离并优化货物流动以满足客户需求。

图 20：会员商店供应链

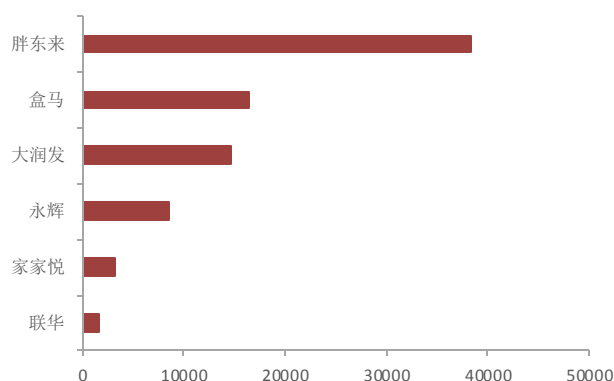


数据来源：Waredock，西南证券整理

2.3 胖东来异军突起，连续逆势高增

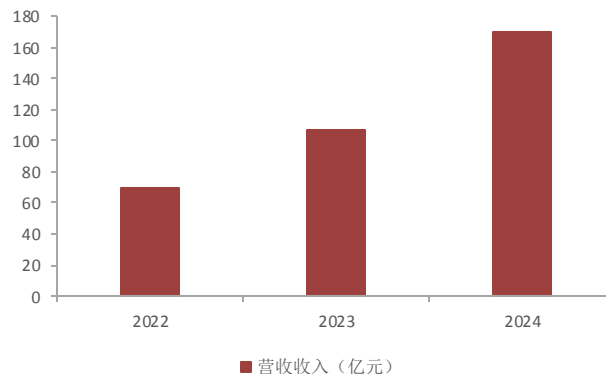
店效远超行业平均，胖东来逆势增长。胖东来公司位于河南许昌，从街头巷尾的一家糖烟酒店起家，发展成为一家年营收 170 亿元的大型超市，且因为其细致入微的服务和差异化的选品引起全民热议，甚至有外地消费者跨越千里前来打卡，被称为没有淡季的 6A 级景区。从中国连锁经营协会数据来看，胖东来单店店效远远超过本土超市，23 年店效超 3.8 亿元/店，而盒马 1.6 亿元、大润发 1.5 亿元、永辉仅 8500 万元，并且胖东来近三年营收快速攀升，22-24 年营收分别为 70、107、170 亿元，CAGR 为 55.8%，在传统超市普遍承压的情况下逆势增长，经营模式被验证行之有效。

图 21：2023 年本土超市店效（万元/店）



数据来源：中国连锁经营协会，西南证券整理

图 22：胖东来近三年营收



数据来源：抖音@胖东来于东来、上海证券报，西南证券整理

员工关怀提升服务质量，消费者宾至如归。胖东来一大亮点就是其细致入微的客户服务，提供宠物寄存、爱心雨伞、儿童购物车、免费熨烫、免费打包等等福利，而其高服务质量来自于对于员工的关怀和优待福利。据胖东来创始人于东来公布的 24 年胖东来员工工资表，普通员工月均工资 8315 元，店长月均工资为 44193 元，超过行业平均水平。且每周二闭店休息、每年带薪年假等，优厚的员工福利待遇能够让员工发自内心的热爱工作，同时带给消费者更加贴心和周到的购物服务。

表 4：胖东来工资表

级别	2024 年	2025 年（1-2 月）	现执行工资基数
店长	44193	78058	80000
店助	31765	48787	50000
处长	23868	31253	30000
处助	19537	23537	22000
课长	13678	19554	18000
课助	11521	16570	15000
班长	10140	12033	员工工资+岗补
员工	8315	9886	各岗位工资薪酬

数据来源：太行日报、于东来演讲，西南证券整理

图 23：胖东来的服务细节



数据来源：学习胖东来公众号，西南证券整理

自营产品丰富，占比有望突破 50%。胖东来董事长于东来在对外分享中表示，至 24 年 11 月胖东来自有品牌 SKU 超过 100 个，销售额达到 11 亿元，占比达到 30%，其中 4 个单品销售过亿。于东来预计，未来三年胖东来自有品牌的销售占比至少突破 50%，并且用五到十年做到 500 个自有品牌单品。而同样在超市普遍承压的情况下逆势增长的山姆和国外零售巨头 Costco 同样以自营品牌为亮点，在存量竞争时代下，差异化的选品和更高性价比的产品帮助它们在行业中屹立不倒，自营品牌或许是未来商超发展需要着重思考的方向。

图 24：胖东来自营品牌产品



数据来源：联商网，西南证券整理

3 规模优势仍在，引入胖东来调改短期效果显著

3.1 全国化布局，规模优势遥遥领先

布局全国市场，线下渠道优势显著。公司作为一家全国性连锁经营商超，其门店遍布全国大部分城市，截至 2024 年公司在全国 29 个省市共开设 775 家门店，其中重庆有 120 家门店为开店数最多的地区，福建 119 家位居第二。从门店前十的地区可以看出公司开店主要选择集中在川渝地区和东部沿海地区。

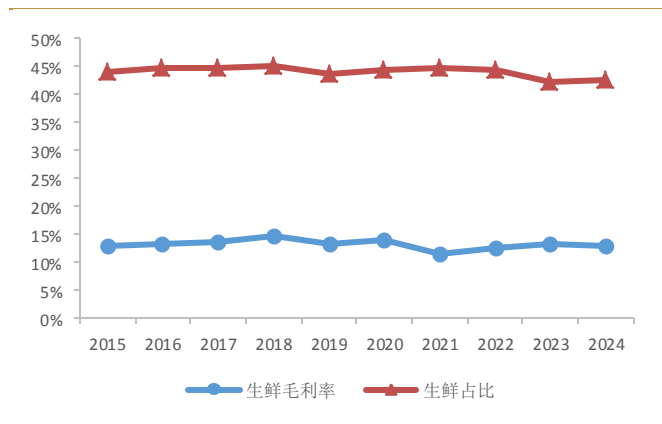
表 5：门店数排名前十的地区

序号	地区	门店数（家）	建筑面积（万平方米）
1	重庆	120	88.92
2	福建	119	94.77
3	四川	98	82.30
4	浙江	59	44.03
5	安徽	57	50.46
6	北京	40	36.06
7	广东	36	19.01
8	陕西	32	22.85
9	江苏	28	26.01
10	河北	26	24.43

数据来源：公司公告，西南证券整理

生鲜是主要竞争力，冷链运输提供高效率。作为首批“农改超”的超市，永辉一直以来都以生鲜为亮点，生鲜占总营收比例为 40-45%左右；毛利率维持在 13%左右。为保障生鲜的供应，公司在供应链方面持续不断地往高效率进行改进，通过生鲜源头直采、肉禽自配送、食用品“去 KA 模式”等供应链变革，2024 年公司全国物流作业总额达 416 亿元，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，构建仓储、加工、配送一体化服务体系。

图 25：生鲜毛利率&营收占比



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 26：永辉生鲜产品



数据来源：公司官网，西南证券整理

到家业务快速发展，线上线下全覆盖。“永辉生活”自营到家业务已覆盖 959 家门店，实现销售额 80.2 亿元，日均单量 29.4 万单，月平均复购率为 57.2%。2024 年第三方平台到家业务已覆盖 955 家门店，实现销售额 66.1 亿元，日均单量 18.7 万单，其中自营平台——“永辉生活”APP 注册会员数已突破 1.2 亿户，同比增长 2.6%。

探索多种零售业态，但效果表现不一。公司在传统的大众民生超市之外，积极探索不同的零售业态，并快速响应消费需求变化，但受限于消费环境波动以及对于新模式的运营经验欠缺，部分尝试最终以失败告终。在红标永辉之外公司推出了绿标永辉，主打精致与体验，选品更偏向进口商品和时尚精品，面向群体也为追求高品质生活的人群，目前仍然有许多门店。超级物种是类似盒马的超市+餐饮结合的新型超市，注重生鲜食材售卖和即时餐饮体验的有机结合，但因为前期的快速扩张以及同时期同类型超市的激烈竞争，加之公司对该运营模式并不十分成熟，最终超级物种全面关店。永辉 mini 定位社区小超市，因为与大店同质化严重、履约成本更高，前期经营压力大导致最终只能放弃该模式。

表 6：公司不同的门店系列

门店类型	定位	状态	特点
 红标店	大众民生超市	遍布全国	最普通的永辉超市门店，数量最多，定位大众消费，为居民提供日常各种必需品
 绿标店	精致超市	遍布全国	以进口商品和时尚精品打造高品质购物体验，对商品结构进行优化，主要面向追求高品质生活的消费者
 超级物种	超市+餐饮	2021 年陆续闭店	定位优质生鲜食材体验店，主打优质生鲜食材售卖和餐饮体验有机结合
 mini 店	社区小超市	2021 年陆续闭店	专注于提供标准化程度高、性价比优越的生鲜与熟食商品，门店面积较小、多开在社区和居民区
 永辉仓储超市	大型仓储超市	仅开设几家	对标麦德龙、山姆等会员超市，但暂不收取会员费，选品与普通超市差异化且追求极致性价比

数据来源：公司官网，西南证券整理

3.2 学习胖东来调改，人货场升级销售额提升

学习胖东来门店调改，提高员工福利与顾客体验。2024 年 5 月，永辉超市启动“学习胖东来”调改项目，倡导“照顾好员工，服务好顾客”，全方位推进门店转型升级，实现门店品质、顾客口碑、文化氛围、员工待遇、销量和客流等多方面的提升。调改过程中，“员

工幸福”是关注重点，除了涨薪分红之外，员工福利也大幅提升，员工工作时长控制在 8 小时内，工作满一年即可享受 10 天带薪年假，更好平衡工作与生活。2025 年 3 月永辉超市发布今年全国第二批调改门店名单，共 24 家门店，分布于 19 个城市。

图 27：学习胖东来调改门店



数据来源：公司官网，西南证券整理

调改选品策略，增加中央厨房。选品策略的改变是此次调改的亮点，永辉超市新规划商品上新率在 60-70%，引入众多网红品牌，设立中央厨房产出烘焙和熟食产品。24 年 9 月中央厨房开始建设，实现自动化、智能化生产，原材料以天然食材为主，洗手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，后续还将计划建设熟食车间、包点车间、净菜车间等。另外永辉超市还与福建供销现代农业服务集团携手打造新品牌，以农产直供的形式提供新鲜且高品质的蔬菜。因为胖东来的网红效应，永辉超市还设立了胖东来品牌专区，引入胖东来爆款商品 DL 精酿啤酒、DL 燕麦片、DL 洗衣液等。

图 28：永辉超市的中央厨房



数据来源：公司官网，西南证券整理

图 29：胖东来品牌专区



数据来源：公司官网，西南证券整理

胖改选品大调整，结合当地特色。接受胖东来调改的永辉超市门店首先在选品结构方面进行了大换血，重新规划和新增的单品比例普遍在 60-70%，梳理后的商品结构占胖东来商品结构的比例普遍在 80-90%，进口商品比例也大幅提升。另外调改后的门店还增加了结合地域特色的产品专区，比如重庆门店的火锅专区、福州门店的“福州味道”专区等，吸引本土消费者并增强差异化竞争优势。

表 7：调改门店产品结构调整

门店	产品调整	其他
郑州盛华里店	下架单品数 7845 支，下架比 68.2%，重新规划单品 12729 支，新增单品数占比 74.1%，梳理后商品结构达到胖东来商品结构的 90%以上。	
杭州临平万达店	下架 8610 个商品，上新 6851 支商品，下架和上新比例分别达到 70%与 60%，调整后的商品结构达到胖东来商品结构的 80%以上，进口商品占比 20%	上新特色美食和多款现烤现炸鲜食，提供切丝切片、清洗打氧等服务
合肥方圆荟店	共规划了 15400 多支单品，整体上新率达到 65.4%左右商品结构达到胖东来商品结构的 80%，烘焙、熟食等鲜食比例从 5%增至 20-30%	开业第三天单日销售额突破 220 万元
重庆南坪万达店	原商品数 14888 支，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%，梳理后商品结构达到胖东来商品结构的 80%以上	结合本地文化，开辟火锅专区
深圳卓悦汇店	重新规划后的商品结构接近胖东来的 80%，进口商品占比由 7%提升至 21.3%；烘焙和熟食类商品汰换升级比例超过 90%	增加了粤港澳大湾区消费特点的产品
福州长乐万星店	共规划了 12000 多支单品，淘汰了 8000 多支原有单品，新增 7500 支，整体上新率达到 65%左右	“福州味道”结合本地特色小吃

数据来源：公司官网，西南证券整理

员工福利大提升，货场布置更注重消费体验。员工福利方面，调改门店同样进行了大幅度调整，员工工资普遍提高 30%以上，每天工作时间控制在 8 小时以内，且满一年后即可享受 10 天带薪年假，员工和储备学员人数也进行了增加，另外福利还包括免费员工餐、休息室、生日福利卡等，提升员工工作满意度以提升消费者服务质量。货场方面，主要以提升购物体验为目的进行调改，取消了强制动线而改为开放式动线，降低了中岛货架高度，增设了母婴室、宠物安置区等，布局陈列、灯光色系等等都更加提升消费者购物体验。

表 8：调改门店员工福利和货场布置调整

门店	员工福利	货场调整	其他
郑州盛华里店	员工工资从 2800 元/月提升至 4500 元/月，工作时间平均每日不超过 8 小时，增加年休假，满一年即可享受 10 天年休假	取消了强制动线，拓宽了卖场渠道，原来两米多高的中岛货架统一降至 1.6 米	有员工休息室、培训师、更衣室，同时提供免费员工餐
杭州临平万达店	工资平均增幅约 30%，平均工作时长 8 小时以内，满一年即可享受 10 天带薪年假、员工生日福利等	取消了传统超市强制动线设计，改为开放式动线。中岛货架高度由 2-2.4 米降至 1.6 米，层数减少至 5-6 层	员工和储备学员人数从原来的 110 人合理配置到 250 人
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，工作时间不超过 8 小时，工作满一年即可享受 10 天带薪年假	增设顾客休息区、母婴室、宠物安置区	
深圳卓悦汇店	基层员工月薪调整至 6000 元起，生日节日发放福利卡等	视野通透的布局陈列使得动线开放自由，颜色搭配、堆叠排列等方面都更具美感	

门店	员工福利	货场调整	其他
福州长乐万星店	员工工资平均提升超 20%，营业时间由 7:00-22:00 调整为 9:00-22:00	装修风格以低饱和的灰色系为主，灯光聚焦商品，视觉上更加舒适，强制动线改为开放式动线	在新招聘的员工中增加了不少 20-30 岁的年轻人

数据来源：公司官网，西南证券整理

人货场调改完成，短期来看效果明显。调改门店重新开业之后，在人、货、场三方面都进行了重大调整，大大提升了消费者购物体验并刺激了消费欲望。调改后门店重新开业的短期内效果十分显著，恢复营业的头几天均实现了消费客流和销售额的双增，同时更新后的品类尤其是烘焙、熟食等产品销售额均翻了几倍增长，甚至同时带动超市所在商场的客流和消费的增长。短期来看调改的即时效果和消费者的反馈非常良好，长期来看增长的持续性需要超市不断根据顾客反馈和产品销售情况进行动态调整和及时更新。

表 9：调改门店表现

门店	开业时间	调改后表现
杭州临平万达店	2024 年 12 月 12 日	恢复营业 4 天内销售额达到 640 万元，相比调改前同比增长 332%，超 19 万人进入超市，其中支付客流达 7.3 万人次。熟食区同比增长 1530%，烘焙增长 779%，水果增长 521%，水产增长超 3 倍
贵州仁怀酒都方园荟店	2024 年 12 月 6 日	开业 3 天烘焙商品销售额同比增长 3991%，自有品牌销售占比接近调改前 6 倍，熟食销售额同比增长 3188%，酒品同比增长 2831%
郑州新郑龙湖锦艺城店	2024 年 11 月 29 日	开店首日消费客流超过 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 万元
沈阳沈北吾悦广场店	2024 年 11 月 22 日	开业 3 天迎来超 15 万人次，结算客流 45704 人次，日均客流 15234，同比增长 3.63 倍；销售额达 593.5 万元，日均销售额接近 200 万元，业绩同比增长 5.4 倍
重庆南坪万达店	2024 年 11 月 15 日	开业 3 天，累计迎来超 18 万人次进店，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%。带动南坪万达广场客流量同比提升 101%，创 5 年历史新高，进店客流同比提升 132%，3 天销售额同比提升 122%

数据来源：公司官网，西南证券整理

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：公司调改门店进程持续推进，25 年第二批调改门店陆续恢复营业，预计 26 年开始盈利能力有较显著改善。调改后生鲜及烘焙类产品得到全面升级，预计 25-27 年生鲜及加工类营收增速分别为-10%、20.1%、25%，毛利率分别为 12.6%、13.6%、14%。

假设 2：调改后食品用品得到全面换新，预计上新比例在 60-70%左右，25-27 年食品用品（含服装）类营收增速分别为-5%、15%、14%，毛利率分别为 19.4%、20.6%、21%。

假设 3：新调改的门店仍然维持之前调改门店对于人货场的更新迭代，预计员工工资增幅在 30%以上，选品上新和汰换比例在 60%以上。

基于以上假设，我们预测公司 2025-2027 年分业务收入成本如下表：

表 10：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2024A	2025E	2026E	2027E
生鲜及加工	收入	28824.94	25942.4	31156.9	38946.1
	增速	-12.8%	-10.0%	20.1%	25.0%
	毛利率	12.8%	12.6%	13.6%	14.0%
食品用品 (含服装)	收入	34942.78	33195.6	38175.0	43519.5
	增速	-14.0%	-5.0%	15.0%	14.0%
	毛利率	18.8%	19.4%	20.6%	21.0%
其他	收入	3806.1	3615.8	3977.4	4375.1
	增速	-22.8%	-5.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	93.6%	95.0%	95.0%	95.0%
合计	收入	67573.8	62753.9	73309.2	86840.7
	增速	-14.1%	-7.1%	16.8%	18.5%
	毛利率	20.5%	20.9%	21.7%	21.6%

数据来源：Wind，西南证券

4.2 相对估值

我们选取连锁商超行业 3 家公司作为可比公司，3 家公司 2025-2027 年平均 PE 分别为 40、26、21 倍。考虑到公司调改后短期效果显著，长期效果有待验证，预计 25-27 年 EPS 分别为 -0.07、0.07、0.12 元，对应 26-27 年 PE 分别为 74、40 倍，首次覆盖，给予“持有”评级。

表 11：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			24A	25E	26E	27E	24A	25E	26E	27E
603708.SH	家家悦	10.90	0.21	0.29	0.35	0.41	55.10	37.57	30.79	26.78
002251.SZ	步步高	5.29	0.45	0.08	0.16	0.23	8.76	67.87	33.80	23.40
002697.SZ	红旗连锁	5.53	0.38	0.40	0.42	0.44	15.42	13.96	13.16	12.64
平均值							26.43	39.80	25.92	20.94

数据来源：Wind（股价为 2025 年 6 月 5 日收盘价），西南证券整理

5 风险提示

市场竞争加剧的风险、宏观经济环境波动的风险、调改门店持续性不及预期的风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	67573.82	62753.89	73309.24	86840.70	净利润	-1638.66	-689.00	690.45	1266.98
营业成本	53750.59	49610.17	57429.35	68092.79	折旧与摊销	1352.05	770.92	780.42	789.92
营业税金及附加	213.52	180.83	216.69	257.49	财务费用	1137.53	1241.50	1233.34	1256.34
销售费用	13058.92	11609.47	12755.81	14762.92	资产减值损失	-207.84	-384.15	-348.53	-336.96
管理费用	1791.78	1443.34	1612.80	1736.81	经营营运资本变动	1343.61	748.14	409.31	608.87
财务费用	1137.53	1241.50	1233.34	1256.34	其他	204.74	-45.67	-55.89	-11.33
资产减值损失	-207.84	-384.15	-348.53	-336.96	经营活动现金流净额	2191.43	1641.72	2709.11	3573.81
投资收益	522.43	459.36	522.43	459.36	资本支出	386.27	22.00	25.00	20.00
公允价值变动损益	-297.72	-76.34	-76.34	-76.34	其他	-1509.38	415.80	446.09	383.02
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-1123.12	437.80	471.09	403.02
营业利润	-1287.30	-564.25	855.87	1454.32	短期借款	-192.10	669.28	-1000.90	-1249.22
其他非经营损益	-356.52	-126.92	-163.24	-183.35	长期借款	-349.89	500.00	0.00	0.00
利润总额	-1643.82	-691.17	692.63	1270.97	股权融资	-58.97	0.00	0.00	0.00
所得税	-5.16	-2.17	2.17	3.99	支付股利	0.00	293.09	123.24	-123.50
净利润	-1638.66	-689.00	690.45	1266.98	其他	-2331.37	-1262.69	-1246.99	-1250.97
少数股东损益	-173.20	-72.83	72.98	133.92	筹资活动现金流净额	-2932.33	199.68	-2124.66	-2623.69
归属母公司股东净利润	-1465.46	-616.18	617.48	1133.07	现金流量净额	-1863.57	2279.20	1055.54	1353.15
资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	财务分析指标	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	3996.19	6275.39	7330.92	8684.07	成长能力				
应收和预付款项	1446.01	1504.37	1699.59	2016.02	销售收入增长率	-14.07%	-7.13%	16.82%	18.46%
存货	7058.38	6514.67	7539.47	8940.76	营业利润增长率	12.77%	56.17%	251.68%	69.92%
其他流动资产	4770.68	4634.67	4860.75	5150.58	净利润增长率	-11.87%	57.95%	200.21%	83.50%
长期股权投资	2400.11	2400.11	2400.11	2400.11	EBITDA 增长率	-17.37%	20.45%	98.16%	21.99%
投资性房地产	289.35	289.35	289.35	289.35	获利能力				
固定资产和在建工程	3680.62	3265.73	2847.83	2434.94	毛利率	20.46%	20.94%	21.66%	21.59%
无形资产和开发支出	739.12	515.54	282.46	39.88	三费率	23.66%	22.78%	21.28%	20.45%
其他非流动资产	18368.69	18214.25	18059.81	17905.37	净利率	-2.42%	-1.10%	0.94%	1.46%
资产总计	42749.16	43614.07	45310.30	47861.08	ROE	-37.85%	-17.65%	14.64%	21.62%
短期借款	4938.12	5607.40	4606.50	3357.27	ROA	-3.83%	-1.58%	1.52%	2.65%
应付和预收款项	9152.42	8611.78	9910.28	11749.48	ROIC	1.49%	-6.84%	9.64%	12.51%
长期借款	0.00	500.00	500.00	500.00	EBITDA/销售收入	1.78%	2.31%	3.91%	4.03%
其他负债	24329.11	24991.25	25576.18	26393.51	营运能力				
负债合计	38419.65	39710.42	40592.96	42000.26	总资产周转率	1.43	1.45	1.65	1.86
股本	9075.04	9075.04	9075.04	9075.04	固定资产周转率	18.19	18.51	24.46	33.35
资本公积	4256.36	4256.36	4256.36	4256.36	应收账款周转率	156.26	174.39	185.14	189.18
留存收益	-8433.05	-8756.14	-8015.43	-7005.86	存货周转率	7.01	7.31	8.17	8.26
归属母公司股东权益	4439.52	4086.49	4827.20	5836.77	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	109.88%	—	—	—
少数股东权益	-110.01	-182.84	-109.86	24.06	资本结构				
股东权益合计	4329.50	3903.65	4717.34	5860.83	资产负债率	89.87%	91.05%	89.59%	87.75%
负债和股东权益合计	42749.16	43614.07	45310.30	47861.08	带息债务/总负债	12.85%	15.38%	12.58%	9.18%
					流动比率	0.76	0.80	0.88	0.96
					速动比率	0.45	0.53	0.57	0.61
					股利支付率	0.00%	47.57%	-19.96%	10.90%
					每股指标				
业绩和估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E	每股收益	-0.16	-0.07	0.07	0.12
EBITDA	1202.28	1448.16	2869.63	3500.58	每股净资产	0.49	0.45	0.53	0.64
PE	-31.15	-74.08	73.93	40.29	每股经营现金	0.24	0.18	0.30	0.39
PB	10.28	11.17	9.46	7.82	每股股利	0.00	-0.03	-0.01	0.01
PS	0.68	0.73	0.62	0.53					
EV/EBITDA	22.84	18.20	8.46	6.20					
股息率	0.00%	—	—	0.27%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知悉范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	院长助理、研究销售部经理、 上海销售主管	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售岗	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	销售岗	18801732511	18801732511	yflyu@swsc.com.cn
	汪艺	销售岗	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	张嘉诚	销售岗	18656199319	18656199319	zhangjc@swsc.com.cn
	贾文婷	销售岗	13621609568	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	欧若诗	销售岗	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售岗	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售岗	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.c
北京	李杨	北京销售主管	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	销售岗	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	销售岗	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	销售岗	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售岗	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	马冰竹	销售岗	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn

广深	郑龔	广深销售主管	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	龚之涵	销售岗	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	杨举	销售岗	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	15602268757	lzh@swsc.com.cn