

增持（首次）

轻装上阵，永辉焕新出发

永辉超市（601933）深度报告

2025 年 7 月 22 日

投资要点：

分析师：邓升亮

SAC 执业证书编号：

S0340523050001

电话：0769-22119410

邮箱：

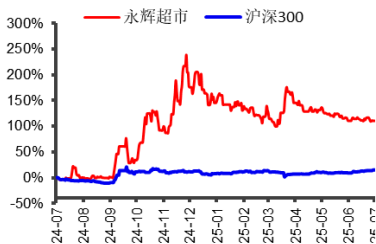
dengshengliang@dgzq.com

.cn

主要数据 2025 年 7 月 21 日

收盘价(元)	4.78
总市值(亿元)	433.79
总股本(亿股)	90.75
流通股本(亿股)	90.75
ROE(TTM)	-45.05%
12 月最高价(元)	7.64
12 月最低价(元)	2.12

股价走势



资料来源：东莞证券研究所，Wind

相关报告

■ **国内超市龙头。**公司是国内连锁超市龙头之一，在本地超市中具备领先地位。公司自2001年成立以来快速扩张，根据中国连锁经营协会报告，永辉超市2023年销售规模达855.5亿元，按销售额计算为2023年中国连锁超市第二大企业，仅次于拥有沃尔玛、山姆两大超市品牌的沃尔玛（中国）。疫情后线下商超普遍承压，公司积极推进门店调改，短期内关店和改造导致成本费用飙升2024年下半年至2025年一季度公司业绩承压，但2024年公司门店坪效已实现触底回升，改革效果有望逐步显现。

■ **投资看点一：全面胖改，首店效应亮眼。**公司自2024年6月启动了全面自主调改。在门店层面进行了从员工薪资、工作时间、卖场规划、商品重整、供应链、价格优化、服务提升等各方面的系统性调整。在供应链层面，公司全面去KA化并逐步搭建供应链，强化生鲜优势。在管理层面，公司调整组织架构，提升组织运行效率，集中资源能力护航调改。新的组织架构在营运上实现“总部-大区-门店”三层管理，全国划分为28个大区，减少了管理层次，给予一线更多授权。

■ **投资看点二：获名创优品战略投资，拟26年完成全部门店调改。**公司2024年获名创战略投资，骏才国际（实控人为名创产投）成为公司第一大股东，合计持有公司股份29.40%。入股后公司变革明显提速，截至2025年6月27日，永辉“胖东来模式”全国调改门店已达124家，其中6月26日至28日全国15家学习胖东来模式的调改门店集中焕新开业，预计2025年8月底前调改门店将突破178家。

■ **投资建议：**公司是国内领先的连锁超市龙头，近年来受到疫情冲击和线上分流等压力影响业绩下滑。公司积极应对市场变化，2024年6月接受胖改后启动学习胖东来模式自主调改，推动门店、供应链及管理层面的全面改革，并得到了名创产投的战略投资。名创系入股后加速推动公司变革，计划2025年调改门店200家左右，并将关店250-350家，短期内门店歇业和闭店形成大量成本导致公司2025年上半年业绩预亏。基于公司调改门店的业绩表现、持续性和低效门店的关闭，我们看好公司门店调改完成后轻装上阵，坪效和盈利能力有望得到提升，预计公司2025-2026年每股收益分别为-0.06元和0.05元，对应估值分别为-84.97倍和105.83倍，给予公司“增持”评级。

■ **风险提示。**门店调改进度及效果可能不及预期、竞争加剧、消费意愿变化、短期业绩波动等风险。

本报告的风险等级为中风险。

本报告的信息均来自已公开信息，关于信息的准确性与完整性，建议投资者谨慎判断，据此入市，风险自担。

目 录

1. 国内连锁超市龙头，严控支出实现减亏	4
2. 消费升级推动商超品质化转型	7
3. 全面学习胖东来自主调改	10
3.1 人货场全面重塑	11
3.2 去 KA 化掌控选品，自建供应链强化自有品牌占比	13
3.3 由表及里，管理层面改革	15
4. 名创入股加快全面变革，业绩阵痛后将得以轻装上阵	15
4. 投资策略	20
5. 风险提示	22

插图目录

图 1：永辉超市历年开业门店数量（官网数据截至 2025 年 7 月 21 日）	4
图 2：公司营收及增速变化	5
图 3：公司归母净利润及增速变化	5
图 4：永辉超市经营坪效（以年末开业门店面积计算）	6
图 5：公司毛利率及净利率变化	6
图 6：公司费用率变化	6
图 7：近年来公司严控资本开支	7
图 8：中国家庭年可支配收入示意图	8
图 9：城镇居民人均累计消费支出占比（%）	8
图 10：50 家重点大型零售企业销售额同比增速	10
图 11：永辉超市调改店人货场全面焕新	11
图 12：自主调改门店设有胖东来自有品牌专区	12
图 13：自主调改门店已上架永辉自有品牌商品	12
图 14：调改店提供生鲜免费加工处理等服务	13
图 15：调改门店收银区外设立多种便民服务设施	13
图 16：永辉部分精包装农产品提供溯源信息	14
图 17：永辉农产直供的精包装蔬菜	14
图 18：永辉调改店烘焙区	15
图 19：永辉超市烘焙中央厨房	15
图 20：公司股权结构（截至 2024 年三季度末）	15
图 21：交易完成后公司股权结构变化（截至 2025 年 7 月 2 日）	16
图 22：永辉超市学习胖东来自主调改 2024 年全国已开业门店	17
图 23：永辉超市 2025 年快速推进门店调改	18
图 24：永辉超市加速推进人才战略布局	18
图 25：永辉超市 6 家新开业调改店单日 GMV 合计近千万	19

表格目录

表 1：2023 年中国超市销售规模前十名	4
表 2：中国代表性连锁商超对比（2023 年）	9
表 3：永辉调改主要动作汇总	10
表 4：永辉超市董监高及改革领导小组成员	17

表 5：公司盈利预测简表（2025/7/21）	21
-------------------------------	----

1. 国内连锁超市龙头，严控支出实现减亏

国内连锁超市龙头。公司成立于 2001 年，早期以生鲜农产品为核心特色，开创“农改超”模式，成为国内首批将生鲜引入现代超市的标杆企业。公司通过差异化战略，融合传统农贸市场的价格优势与现代超市的购物体验，迅速在福建和重庆等地建立区域领先地位。2010 年，公司成功 IPO 在 A 股上市，后乘经济发展的东风快速扩张。根据中国连锁经营协会报告，永辉超市 2023 年销售规模达 855.5 亿元，按销售额计算为 2023 年中国连锁超市第二大企业，仅次于拥有沃尔玛、山姆两大超市品牌的沃尔玛（中国）。

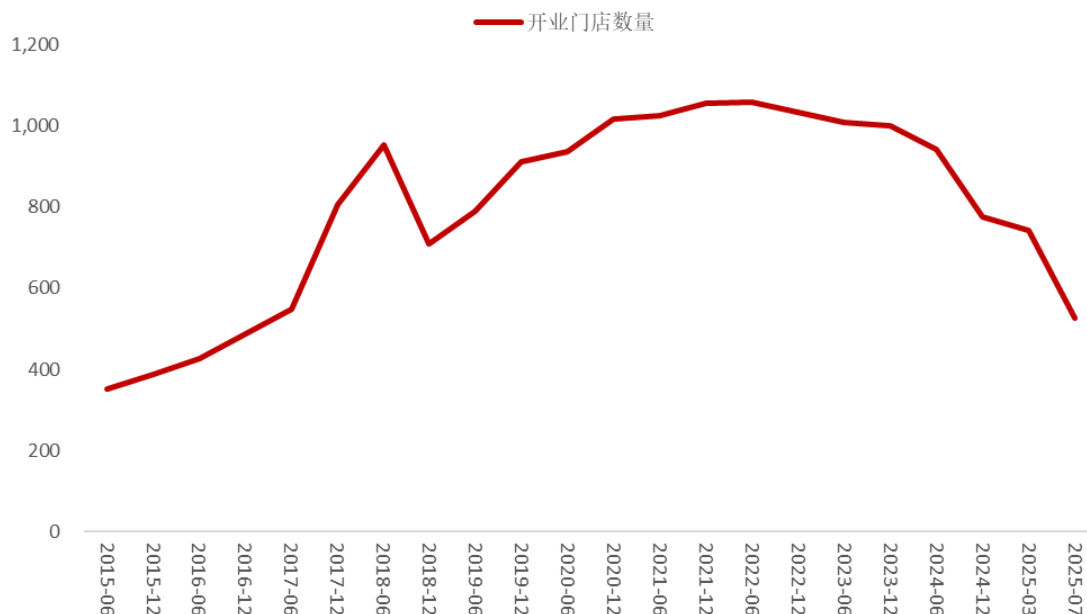
表 1：2023 年中国超市销售规模前十名

序号	企业名称	超市品牌	2023 销售规模 (含税 亿元)	2023 门店 总数
1	沃尔玛（中国）投资有限公司	沃尔玛、山姆	1202.17	365
2	永辉超市股份有限公司	永辉	855.51	1009
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	772.07	528
4	华润万家（控股）有限公司	华润万家、Ole、华润苏果	625.33	2694
5	盒马（中国）有限公司	盒马鲜生等	590.00	360
6	物美科技集团有限公司	物美、麦德龙	565.63	1122
7	联华超市股份有限公司	联华、华联	525.69	3356
8	家家悦控股集团股份有限公司	家家悦、世伴	298.38	917
9	中百仓储超市有限公司	中百仓储、中百超市	204.54	881
10	广州市钱大妈农产品有限公司	钱大妈	137.28	2936

资料来源：中国连锁经营协会《2023 年中国超市 TOP100》，东莞证券研究所

线上及新业态分流冲击，2022 年起公司逐渐收缩门店数量，控制成本。公司发展前期依托发展红利及农改超模式实现规模快速扩张，开业门店数量于 2020 年突破 1000 家大关。但此后公司受到疫情影响，叠加线上分流与线下社区团购、会员折扣店等新零售业态的冲击，进入收缩阶段关闭亏损门店以控制成本。

图 1：永辉超市历年开业门店数量（家，官网数据截至 2025 年 7 月 21 日）

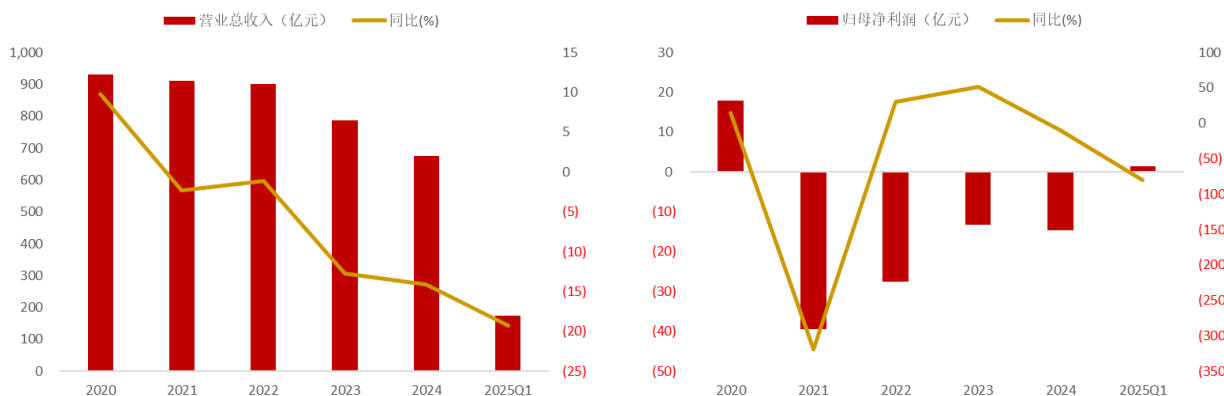


资料来源：Wind，永辉超市官网，东莞证券研究所

盈利恢复尚不稳固，结构调整仍在继续。自 2020 年以来，公司在线上线下竞争加剧与消费结构变化的双重压力下，收入与利润持续承压。公司坪效（以年末开业门店面积计）自 2020 年高点回落，2023 年降至近十年最低。2020 年至 2024 年，营业总收入从 931.99 亿元降至 675.74 亿元，五年累计下降近三成；归母净利润自 2021 年起连续四年为负，2024 年亏损进一步扩大至 14.65 亿元，同比下降 10.26%。2024 年 6 月起，公司学习胖东来主动推动门店模型调整，逐步关闭低效门店并计提资产减值与相关关店费用，导致业绩加速下降，从门店经营效率看，2024 年坪效指标出现反弹，关店策略或初见成效。2025 年一季度，公司实现归母净利润 1.48 亿元，但在高基数和营收同比下滑 19.3% 的背景下，归母净利润同比仍大幅下降 79.96%，主要系调改门店数量增加与关店提速所致。虽短期拖累利润表现，但为中长期经营质量奠定基础。整体看，公司仍处于结构性调整的阵痛期，还需观察其在门店模型优化后的坪效持续修复情况，以及商品力和供应链效率提升的兑现节奏。

图 2：公司营收及增速变化

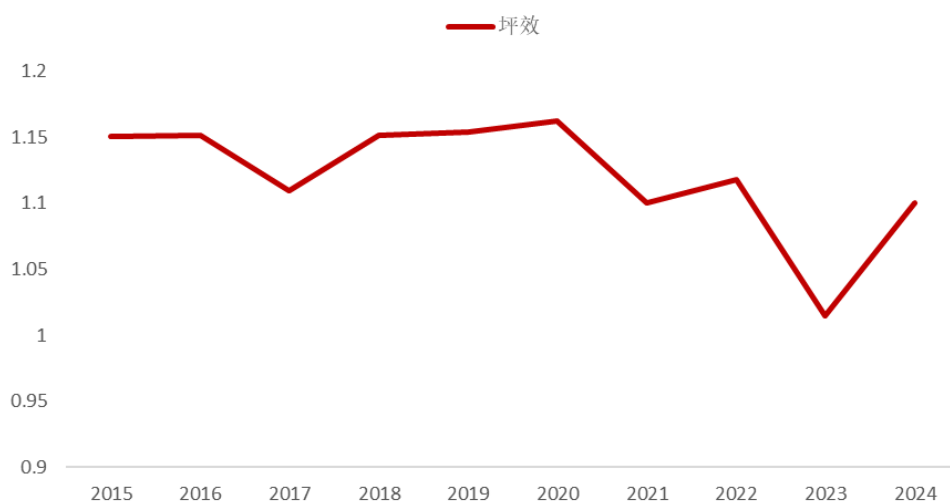
图 3：公司归母净利润及增速变化



资料来源：Wind，东莞证券研究所

资料来源：Wind，东莞证券研究所

图 4：永辉超市经营坪效（万元/平方米，以年末开业门店面积计算）

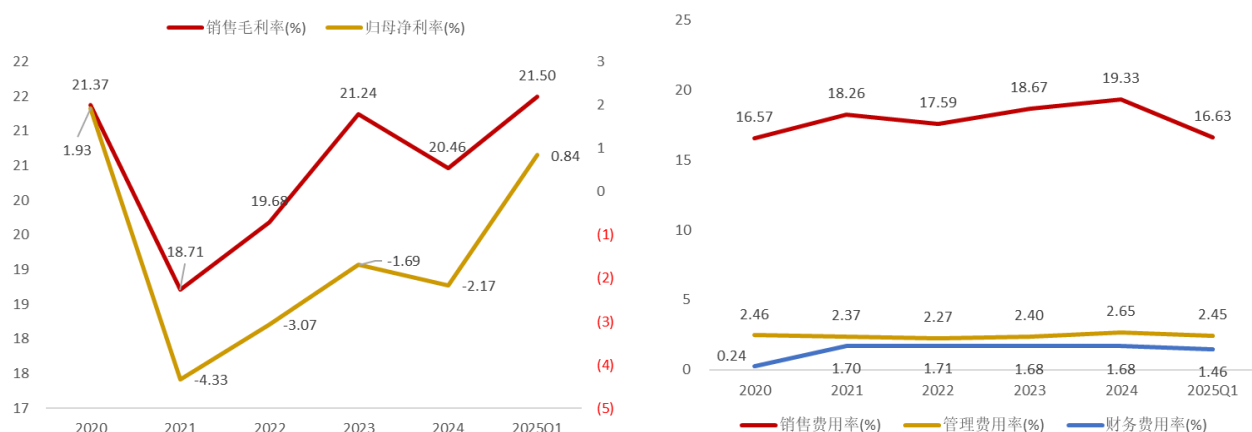


资料来源：Wind，东莞证券研究所

盈利能力逐步修复。公司毛利率整体较为稳定，2021 年后毛利率逐步修复现已恢复至 2019 年水平。近年来门店调整及坪效变化导致费用摊销上升，费用率略有提升，门店结构调整后 2025 年一季度销售费用率已显现下行趋势。公司自 2021 年后资本开支明显收缩，专注成本管控，随着低效门店的快速关店有望继续推动盈利能力修复。

图 5：公司毛利率及净利率变化

图 6：公司费用率变化

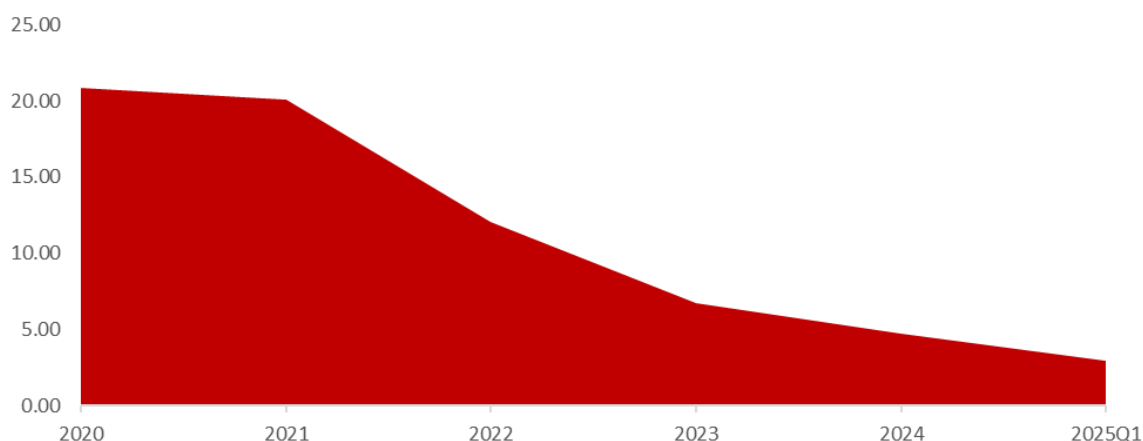


资料来源：Wind，东莞证券研究所

资料来源：Wind，东莞证券研究所

图 7：近年来公司严控资本开支（亿元）

购建固定无形长期资产支付的现金



资料来源：Wind，东莞证券研究所

2. 消费升级推动商超品质化转型

传统的百货商超占据渠道优势，核心为卖货架。传统商超的经营理念核心为“卖货架”，超市本身并不负责选品和供应链，而是向品牌出租货架并通过“货架费”、“条码费”等形式向品牌收取费用。该模式解决了超市的选品和供应链问题，实现了传统超市的快速扩张，但也导致超市对商品的控制力度减弱，商品品质不稳定，也难以快速调整 SKU 来应对消费者喜好的变化。

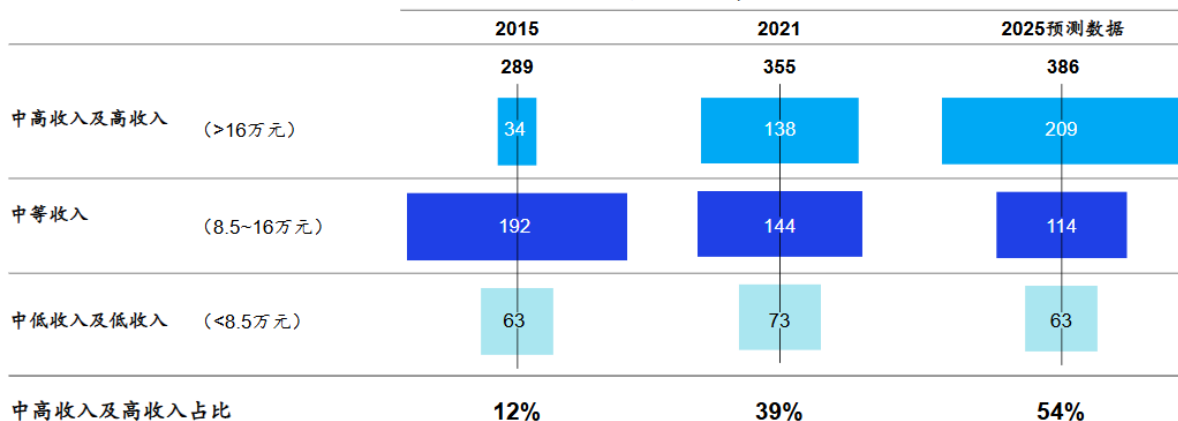
收入的快速增长带动消费升级，对消费提出更高要求。根据麦肯锡的《2023 麦肯锡中国消费者报告》，其估算 2015 年中国年可支配收入在 16 万元以上的中高收入及高收入家庭占比约 12%，但 2021 年该占比已达到 39%，并预测中高收入及高收入家庭占比将在 2025 年达到 54%。过去十年中我国经济高速发展，中高收入以上

家庭数量快速增加，带动消费升级。但从基尼系数来看，我国居民收入不均衡问题仍未完全消除。2024 年国家统计局公布我国居民收入基尼系数为 0.465，相较欧盟、日本等发达国家仍有提升空间，且《2023 麦肯锡中国消费者报告》显示我国中低收入及低收入家庭户数仍较多，预计经济发展将逐步带动较低收入家庭收入增长，我国消费升级具有长尾潜力。

图 8：中国家庭年可支配收入示意图

2020 年实际人民币

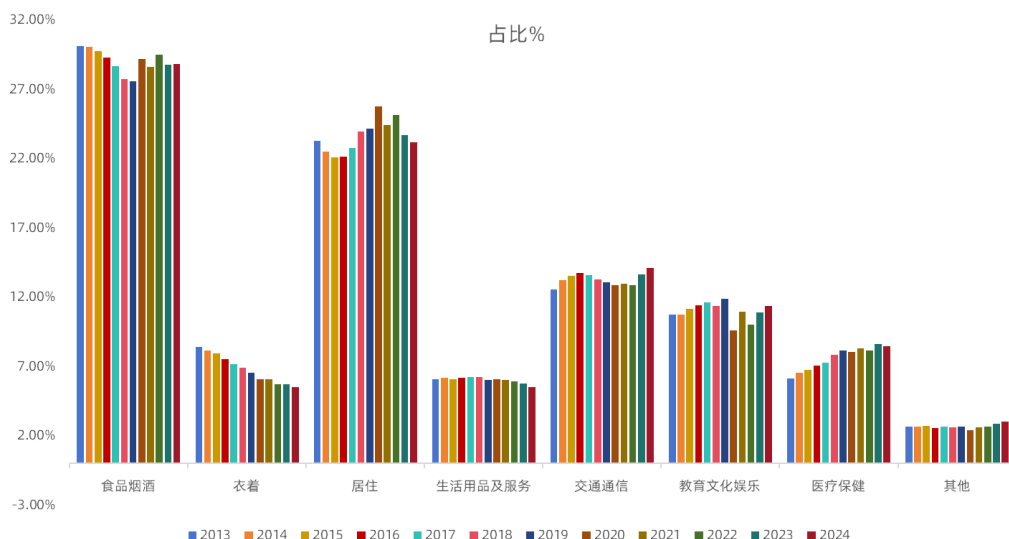
按照收入群体统计的城镇家庭数量，单位：百万户



资料来源：麦肯锡《2023 麦肯锡中国消费者报告》，东莞证券研究所

伴随着 Z 世代消费者占比的提升，近年来国内消费升级更多体现在消费者对品质和体验的追求。2013 年以来，城镇居民人均消费支出中，食品烟酒、衣着、生活用品及服务、居住等基础消费比重逐渐下降，而教育文化娱乐和医疗保健等消费支出占比提升。尽管疫情期间该趋势放缓，但整体来看我国仍处于消费升级阶段，居民对消费品品质和消费体验的要求或持续提升。

图 9：城镇居民人均累计消费支出占比（%）



资料来源：iFind，东莞证券研究所

山姆、盒马鲜生、胖东来等差异化竞争，传统百货商超逐渐被取代。根据中连协《2023 年中国超市 TOP100》报告，2023 年中国连锁超市中，拥有沃尔玛和山姆的沃尔玛（中国）以 1202 亿元的销售规模排名第一，且销售额同比增长了 10%，而排名第二的永辉超市销售规模为 856 亿元，同比下降 12.7%。具体来看，属于外资的代表性超市普遍拥有更高的单店销售额，如沃尔玛、开市客、永旺等企业 2023 年平均单店销售额均在亿元以上，仅低价路线的奥乐齐单店销售额较低；本土的代表性超市企业中，盒马鲜生、胖东来的单店平均销售额超亿元，而规模最大的永辉超市单店销售额约 8478 万元。从销售额变化来看，传统的连锁商超销售额普遍下降，而山姆、开市客、奥乐齐、胖东来等超市逆势增长。我们认为，两者间的差异主要在于品质和消费体验，如山姆、盒马等国内新兴商超均以大份量高品质出名打开中等及以上收入家庭的消费市场，而本土企业胖东来的服务细节深得人心，并不以性价比作为主要卖点。

表 2：中国代表性连锁商超对比（2023 年）

类别	企业名称	销售规模 (万元)	门店 总数	店效(万 元/店)	销售额 同比	门店数 同比
外 资	沃尔玛(沃尔玛、山姆)	12,021,700	365	32,933	10.00%	3.70%
	康成投资(大润发)	7,720,746	528	14,626	-13.80%	-9.30%
	佳世客(永旺)	1,012,839	70	14,469	-2.80%	-1.40%
	COSTCO(开市客)	550,000	5	110,000	83.30%	150.00%
	奥乐齐(ALDI)	100,000	50	2,000	33.30%	56.30%
本 土	永辉超市	8,555,149	1009	8,478	-12.70%	-3.40%
	华润万家	6,253,300	2,694	2,321	-9.70%	-13.90%
	盒马鲜生	5,900,000	360	16,389	-3.30%	20.00%
	胖东来	460,000	12	38,333		
	物美(含麦德龙)	5,656,290	1,122	5,041	-8.60%	6.10%

资料来源：中国连锁经营协会《2023 年中国超市 TOP100》，东莞证券研究所

零售商普遍开启转型。随着消费者对消费的要求提升，传统模式竞争力下降、零售商普遍开启转型。A 股上市连锁超市普遍选择向胖东来学习并进行自主调改。以永辉超市为例，自 2024 年 6 月永辉“胖改”首店开业以来，永辉快速推进学习胖东来自主调改，预计 2025 年 8 月底前调改门店突破 178 家，覆盖 66 座城市。永辉超市改革领导小组组长叶国富表示，永辉将在 2025 年调改门店达 200 家左右，并关店 250-350 家，计划至 2026 年完成所有存量门店的调整。除永辉外，A 股其他零售超市企业也逐步推进旗下门店调改。

调改快速推进，叠加政策发力，零售企业销售额降幅逐渐收窄。受连锁企业门店调改推进及“924”后政策发力提振消费意愿影响，2024年10月起50家重点大型零售企业销售额降幅快速收窄，2025年4月50家重点大型零售企业销售额同比增速转正。我们认为，随着逆周期政策发力和调改逐步推进，零售商超销售额有望扭转近年来持续下降的趋势，部分企业注重差异化和品质提升，可能实现销售额的大幅增长。

图 10：50 家重点大型零售企业销售额同比增速



资料来源：中华全国商业信息中心，东莞证券研究所

3. 全面学习胖东来自主调改

2024年5月胖东来启动对永辉部分门店的帮扶调改，首店选为永辉超市郑州信万广场店。对首店的调改以胖东来团队管理为主，由胖东来超市总经理关娜、胖东来新乡王明总经理为两地指挥。永辉超市张轩松董事长将亲自坐镇郑州，并抽调全国精英组建“永辉超市调改小组”，配合胖东来进行现场调改。6月起永辉逐步推进学习胖东来自主调改，从员工薪资、工作时间、卖场规划、商品重整、供应链、价格优化、服务提升等各方面进行系统性的学习调整。

表 3：永辉调改主要动作汇总

调改项目	调改内容
门店方面	梳理门店资产，关闭低效门店

提高员工待遇	增加员工收入及休假，增加人性化关怀项目
调整布局动线	撤销强制动线
调整商品结构	砍掉“无效 SKU”，回归民生本质，商品结构向胖东来学习；同时增加本地 一店一议品项，增设永辉优选商品专区和胖东来自有品牌专区。
服务细节方面	增加服务项目及顾客休息区
供应链	启动全国供应链去 KA 工作，重新搭建自有品牌体系，强化了熟食烘焙商行团队，筹建中央工厂
组织	成立全国闭店委员会、全国学习胖东来调改专项小组，重建了全国商品质量管理部
文化机制	发布新版《永辉企业文化》，更新覆盖全国的《门店基础运营标准》

资料来源：联商网，东莞证券研究所

3.1 人货场全面重塑

在门店维度，公司学习胖东来模式对人、货、场进行全面的调改。

图 11：永辉超市调改店人货场全面焕新

商品迭代



服务破圈



环境重构



资料来源：永辉同道，东莞证券研究所

销售人员方面：调改门店提高员工福利待遇，启动新员工招聘计划，大幅增加门店编制；提升门店全员员工工资，基层员工最低工资从 2800 元增加至 4500 元起；完善员工休假标准，入职满一年即可享有 10 天年休假的福利；缩短门店营业时间，调整为 9：30-21：30。自调改以来，永辉调改门店的员工薪酬结构持续优化，还通过“利润共享”机制让员工参与企业成长，2025 年一季度，41 家开业满 3 个月的“稳态调改店”累计向门店一线员工发放奖金与分红 2634 万元。

在商品方面：调改门店以保障民生需求为导向，补充商品功能，保留一线品牌，优选特色、质量可靠的商品，对品质没有保障的商品坚决淘汰下架，同时规划补充时尚商品品类，引领顾客对品质、美好生活的需求，并结合门店经营面积对商品数量进行优化。首批调改门店在货品上获得胖东来供应链的大力支持。胖东来调改永辉的首家门店重新梳理商品结构，下架单品 10841 个，占原有商品的 81.3%，并新增商品 12581 个，实现新增单品占比 80%，梳理后的商品结构达到胖东来商品结构的 90%以上。同时，永辉超市也引进部分胖东来自有品牌商品诸如 DL 德丽可思烘焙产品、DL 果汁、DL 燕麦片、DL 洗衣液等，增加现场加工熟食商品及熟食品牌。在商品价格方面，优化采购渠道，过滤商品价格，保证合理的利润。品控方面，永辉建立独立品控体系，全国设 35 个食安检测站，日均检测超 4000 批次。

图 12：自主调改门店设有胖东来自有品牌专区



资料来源：永辉超市，东莞证券研究所

图 13：自主调改门店已上架永辉自有品牌商品



资料来源：永辉超市，东莞证券研究所

在卖场环境方面：重新梳理卖场布局，取消强制动线，拓宽主副通道，优化陈列位置，扩大熟食加工区经营面积，增加油炸、蒸卤、烘烤等加工设备。此外，调改门店均学习胖东来模式，增加顾客休息区及便民设施，为顾客提供便捷舒适的购物环境。

图 14：调改店提供生鲜免费加工处理等服务



资料来源：永辉超市，东莞证券研究所

图 15：调改门店收银区外设立多种便民服务设施



资料来源：永辉超市，东莞证券研究所

3.2 去 KA 化掌控选品，自建供应链强化自有品牌占比

永辉调改更深层的变化在于商业模式的调整。在永辉早期快速扩张的发展阶段，同样采取了主流的供应商通道 KA 模式，为永辉的供应链搭建做出重要贡献。KA 模式帮助永辉异地扩张的同时减轻资金及供应链压力，能够大幅提升永辉异地扩张的效率，公司开业门店数量一度突破 1000 家大关。但在获得资金优势的同时，KA 模式导致商超卖场失去了部分选品及定价的权利，在当前线下零售行业竞争激烈的背景下缺乏灵活选品及调整定价等竞争力。

从供应商通道收费模式调整为裸采模式。启动调改后，公司快速启动去 KA 化转向裸采，调整供应链帮助公司重新掌握选品的灵活性及定价权。永辉超市供应链一改过去依赖 KA（关键客户）供应商的模式，砍掉 60%的中间商，转而与 200 家核心供应商推行“裸价直采”降低 15%采购成本，进口商品占比提升至 20%。早期的胖改门店依赖胖东来供应链支持，如郑州龙湖锦艺城店调改后 8243 个单品被淘汰，13936 个新商品进驻，其中 90%为胖东来 DL 系列爆品。而在其他地区的自主调改门店，DL 系列产品占比较低，仅引进了 DL 果汁、DL 精酿小麦啤酒、自由·爱白酒、DL 洗衣液等商品，不再以胖东来爆款商品作为引流手段，可见永辉超市对自有供应链和选品的信心。在自有品牌端，永辉供应链也同步启动变革，学习胖东来的先进经验，开发永辉优选玉米油 5L、永辉优选洁面柔巾 60 抽、永辉优选酵素洗衣液 3kg、永辉优选草莓水果燕麦脆 320g、永辉优选台式香肠 480g 等永辉自

有品牌产品。2024 全年研发升级自有品牌商品 120 款，其中 20 余款年销售额突破 5000 万元，引入品牌新品近 5 万支，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，完成近 3 万支商品去 KA 调整。公司计划 2025 年上架 60 款新品，并孵化 10 个年销过亿的“超级大单品”，提高自有品牌销售额占比。

定位品质化，搭建中央烘焙厨房、农产品直供基地。烘焙与熟食区最受消费者欢迎，为进一步提升商品品质，永辉超市自建烘焙中央厨房。永辉在闽侯南通的中央厨房烘焙车间于 2025 年 1 月 14 日首次投产，以自动化、智能化生产，商品可以覆盖福州多数门店。一期规划的烘焙车间约 3000 平方米，设计 4 条生产线，包括吐司、餐包和冷冻面团等，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。公司计划后续建设熟食车间、包点车间、净菜车间等，从生产端就介入对食品安全的把控，研发健康、美味的食品。此外，公司通过与福建供销现代农业服务集团合作进一步提升生鲜供应链品质。永辉超市通过与福州供销社下属新金东农场合作，以农产品直供的形式与福建供销现代农业服务集团携手打造“嗨 福菜”品牌。蔬菜从基地建设、管理体系搭建、蔬菜品种选择到农资物料选购等均按照农科院的相关标准完成，从而大幅提升蔬菜品质，确保食品安全可控。

图 16：永辉部分精包装农产品提供溯源信息



图 17：永辉农产直供的精包装蔬菜



资料来源：永辉超市，东莞证券研究所

资料来源：永辉同道，东莞证券研究所

图 18：永辉调改店烘焙区



资料来源：永辉同道，东莞证券研究所

图 19：永辉超市烘焙中央厨房



资料来源：永辉同道，东莞证券研究所

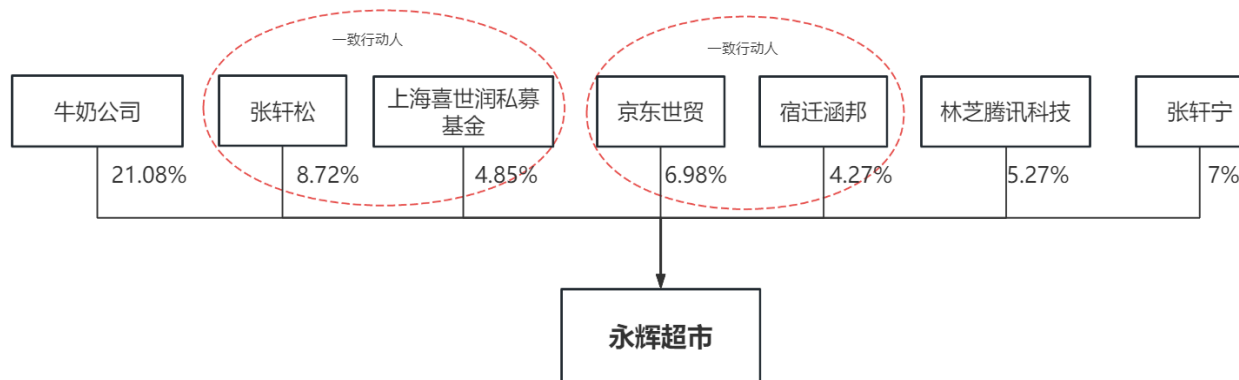
3.3 由表及里，管理层面改革

公司层面优化管理体系。除了门店的全面调整，公司在管理层面同样学习胖东来进行了深入的变革。永辉超市 2 月 6 日起在内部陆续发布公告，以战略聚焦、扁平高效为导向，调整组织架构，提升组织运行效率，集中资源能力护航调改。新的组织架构在营运上实现“总部-大区-门店”三层管理，全国划分为 28 个大区，减少了管理层次，给予一线更多授权；在平台上实行中心化运行，整合出运营中心、商品中心、品牌营销部、到家事业部等新的服务支持和赋能单元，各单元统一战略目标，赋能一线门店。更加聚焦、扁平的架构有助于提高决策效率、降低管理与沟通成本，平台各单元也可以更好地统一战略目标，聚焦专业，围绕核心决策枢纽紧密协作，确保人力、技术、数据等关键资源的集中调配。

4. 名创入股加快全面变革，业绩阵痛后将得以轻装上阵

获名创优品战略投资。截至 2024 年三季度末，公司第一大股东为牛奶公司，而大股东中董事长张轩松与上海喜世润基金为一致行动人合计持股 13.57%；京东世贸与宿迁涵邦为一致行动人合计持股 11.25%，创始人之一的张轩宁先生持股 7%，腾讯科技持股达 5.27%。

图 20：公司股权结构（截至 2024 年三季度末）



资料来源：Wind，公司 2024 年三季报，东莞证券研究所

根据公司 2024 年 9 月 23 日公告，公司股东牛奶公司、京东系的京东世贸与宿迁涵邦拟通过协议转让的方式向骏才国际转让其所持有公司股份，分别占公司总股本的 21.08%、4.05%和 4.27%。交易完成后，骏才国际（实控人为名创优品）成为公司第一大股东，合计持有公司股份 29.40%，2025 年 7 月 1 日京东减持计划完成后持股比例下降至 1.6791%。由于公司于 2024 年 9 月 23 日收到骏才国际出具的《关于不谋求上市公司控制权的承诺函》，现公司处于无实际控制人状态。

图 21：交易完成后公司股权结构变化（截至 2025 年 7 月 2 日）

投资人	持股比例	
	变动前	变动后
牛奶公司	21.08%	—
京东世贸	6.98%	1.68%
宿迁涵邦	4.27%	—
骏才国际	—	29.40%

资料来源：Wind，《永辉超市详式权益变动报告书》，《股东减持股份结果公告》20250703，东莞证券研究所

管理层换届后永辉系仍占多数，设立改革领导小组代行 CEO 职责。2025 年 3 月 17 日，永辉超市召开临时股东大会换届，来自名创优品的三位候选人叶国富（名创优品创始人）、张靖京（名创优品 CFO）、王永平（名创优品独立非执行董事）均进入永辉超市董事会，原 CEO、京东系董事李松峰并未当选，董事长仍由张轩松先生担任。公司成立改革领导小组，由名创优品创始人、董事叶国富先生担任改革领导小组组长。第六届董事会暂未聘任公司 CEO，为确保公司规范运作、保障公司日常经营管理事项顺利开展，董事会授权公司改革领导小组代行 CEO 职责。整体来看，管理层换届后永辉系仍占多数，代行 CEO 职责的改革领导小组除组长

叶国富外同样为永辉原班人马，管理力量均衡，名创系战略入股后以推动门店调改为主。

表 4：永辉超市董监高及改革领导小组成员

董事会		监事会		高管及其他重要人员		改革领导小组	
姓名	职务	姓名	职务	姓名	职务	姓名	职务
张轩松	董事长, 董事	吴乐峰	监事会主席, 监事	罗雯霞	副总裁	叶国富	组长
张轩宁	董事	罗金燕	监事	林红东	副总裁	王守诚	成员
王永平	董事	吴丽杰	职工监事	王守诚	副总裁	罗雯霞	成员
叶国富	董事			甘旺亨	副总裁	林红东	成员
张靖京	董事			吴凯之	副总裁, 财务负责人	吴凯之	成员
王守诚	董事			余咸平	副总裁, 首席产品官	甘旺亨	成员
刘琨	独立董事			黄晓枫	董事会秘书	张卫东	成员
柏涛	独立董事					朱静	成员
谢贞发	独立董事					刘少强	成员

资料来源：Wind，永辉超市《高级管理人员辞任暨聘任高级管理人员》、《六届董事会第一次会议决议》、《关于改革领导小组代行 CEO 职责的公告》，东莞证券研究所

名创系入股后全面改革提速。据联商网报道，改革领导小组组长叶国富计划 2025 年调改门店 200 家左右，并将关店 250-350 家，计划至 2026 年完成所有存量门店的调整。2025 年春节前，永辉超市已完成调改门店达 41 家，并已披露 2025 年首两批自主调改门店清单，将使永辉调改门店数量达到 83 家。而改革领导小组成立后永辉门店调改明显提速。截至 2025 年 6 月 27 日，永辉“胖东来模式”全国调改门店已达 124 家，其中 6 月 26 日至 28 日全国 15 家学习胖东来模式的调改门店集中焕新开业，预计 2025 年 8 月底前调改门店将突破 178 家，实现调改目标的可能性较大。

图 22：永辉超市学习胖东来自主调改 2024 年全国已开业门店



美好永辉 从心出发

学习胖东来坚定地走品质和幸福的商业模式

永辉超市学习胖东来自主调改全国已开业门店

*含胖东来帮扶门店

- | | | |
|-------------------|--------------------|--------------------|
| ○ NO.1 郑州信万广场店 | ○ NO.17 合肥庐阳华润万象汇店 | ○ NO.33 天津东丽区SM广场店 |
| ○ NO.2 郑州瀚海海尚店 | ○ NO.18 合肥滨湖方圆荟店 | ○ NO.34 重庆渝北吾悦店 |
| ○ NO.3 西安中贸广场店 | ○ NO.19 兰州中海环宇城店 | ○ NO.35 深圳宝安大仟里店 |
| ○ NO.4 合肥东风大道店 | ○ NO.21 福州世纪金源店 | ○ NO.36 成都滨江龙湖店 |
| ○ NO.5 福州公园道店 | ○ NO.22 遵义酒都方圆荟店 | ○ NO.37 成都银泰城店 |
| ○ NO.6 杭州滨江宝龙店 | ○ NO.20 郑州龙湖锦艺城店 | ○ NO.38 福州奥体中心广场店 |
| ○ NO.7 郑州裕华广场店 | ○ NO.23 杭州临平万达店 | ○ NO.39 郑州大学路店 |
| ○ NO.8 贵阳金源购物中心店 | ○ NO.24 郑州盛华里店 | ○ NO.40 阜阳商厦中心店 |
| ○ NO.9 成都文华广场店 | ○ NO.25 合肥银泰in77店 | ○ NO.41 莆田九华广场店 |
| ○ NO.10 北京喜隆多店 | ○ NO.26 广州南沙万达店 | |
| ○ NO.11 福州长乐万星店 | ○ NO.27 贵阳新世界店 | |
| ○ NO.12 深圳卓悦汇店 | ○ NO.29 西安华阳城店 | |
| ○ NO.13 福州五四北店 | ○ NO.28 北京房山印象城店 | |
| ○ NO.14 重庆南坪万达店 | ○ NO.30 福州大儒世家店 | |
| ○ NO.15 沈阳沈北吾悦广场店 | ○ NO.31 成都爱琴海店 | |
| ○ NO.16 西安金地广场店 | ○ NO.32 上海金山万达店 | |



坚信真诚和善良 坚定品质和安全

资料来源：永辉同道，东莞证券研究所

图 23：永辉超市 2025 年快速推进门店调改



资料来源：永辉同道，东莞证券研究所

人才战略布局实现自主调改快速推广。根据永辉超市此前发布的“初心计划”，在永辉郑州信万广场店恢复营业后，永辉超市内部组建全国门店调改小组，共 10 支，包含省区、平台 240 余人。在郑州首家调改店和许昌、新乡胖东来门店开展为期三个月的学习，并参与到郑州后续门店调改工作中。以首家调改门店为模板，学习胖东来先进的文化理念，并将首家调改店的优秀经验与永辉超市自身特点相融合，对永辉超市门店调改的标准流程、制度机制和体系进行持续优化，为后续调改店赋能。公司加速推进人才战略布局，永辉超市核心人才培养项目——“全国调改店长精英班”通过理论筑基和亲身参与一家实体店的完整调改过程快速推进调改店人才储备。预计永辉调改版图的扩张步伐有望通过加速人才梯队建设实现提速。

图 24：永辉超市加速推进人才战略布局



资料来源：永辉同道，东莞证券研究所

调改门店开业后业绩大幅增长，有望打造成首发经济范本。永辉超市郑州信万广场店调改后 7 月份完整月的销售额 5835 万，达到了 187 万元/日，是调改之前日均销售额的 13.9 倍，客流达 12926 人。第二家帮扶调改门店郑州瀚海海尚店于 2024 年 8 月 7 日开业，截至 8 月 22 日，销售额 108 万/日，是调改之前日均业绩的 8.2 倍，客流提升近 10 倍。而自主调改店改造效果同样喜人，永辉超市首家自主调改店——陕西西安中贸广场店调改前日均销售额约为 20 万，日均客流 3000 人左右，调改恢复营业后，两日日均销售额达到 160 万元，门店日均客流超 1.4 万人。根据永辉超市官方数据，2025 年 6 月 13 日南京江宁万达广场店等六家新调改门店共同开业，6 月 15 日单日六店合计吸引成交客流突破 76,000 人次，实现商品交易总额（GMV）近 1000 万元。

图 25：永辉超市 6 家新开业调改店单日 GMV 合计近千万



资料来源：永辉同道，东莞证券研究所

以业绩阵痛换轻装上阵。公司于 2025 年 7 月 15 日发布 2025 年半年度业绩预亏公告，预计 2025 年半年度实现归属于上市公司股东的净利润-2.4 亿元，与上年同期相比出现亏损；预计 2025 年半年度实现归属于上市公司股东扣除非经常性损益后的净利润-8.3 亿元。2025 年上半年公司调改开业 93 家门店，关闭 227 家长期亏损的门店。门店调改相关的歇业装修、设备投入、资产报废、重开业支出、人员培训等形成大量的短期成本，而关闭低效门店也会产生租赁赔偿、人员赔偿、商品出清和资产报废等成本费用。我们认为，名创系入股后永辉超市门店调改及关闭明显提速，在公司年内调改门店 200 家左右、关店 250-350 家的计划下 2025 年将成为公司转型阵痛期，但门店结构的大幅调整有助于公司彻底褪去快速发展阶段积累的低效门店包袱、轻装上阵，仍看好公司未来坪效提升带动盈利能力的改善。

4. 投资策略

首次覆盖，给予公司“增持”的投资评级。公司是国内领先的连锁超市龙头，近年来受到疫情冲击和线上分流等压力影响业绩下滑。公司积极应对市场变化，2024 年 6 月接受胖改后启动学习胖东来模式自主调改，推动门店、供应链及管理层面的全面改革，并得到了名创产投的战略投资。名创系入股后加速推动公司变革，计划 2025 年调改门店 200 家左右，并将关店 250-350 家，短期内门店歇业和闭店形成大量成本导致公司 2025 年上半年业绩预亏。基于公司调改门店的业绩表现、持续性和低效门店的关闭，我们看好公司门店调改完成后轻装上阵，坪效和盈利

能力有望得到提升，预计公司 2025-2026 年每股收益分别为-0.06 元和 0.05 元，对应估值分别为-84.97 倍和 105.83 倍，给予公司“增持”评级。

表 5：公司盈利预测简表（2025/7/21）

科目（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	67574	58561	68639	76590
营业总成本	70135	58735	68889	76190
营业成本	53751	46484	54557	60351
营业税金及附加	214	176	192	214
销售费用	13059	9370	10982	12254
管理费用	1792	1552	1716	1838
财务费用	1138	996	1167	1225
研发费用	183	158	275	306
公允价值变动净收益	(298)	(200)	0	0
资产减值损失	(208)	(586)	(460)	(506)
营业利润	(1287)	275	604	1201
加：营业外收入	168	160	150	159
减：营业外支出	524	1000	300	240
利润总额	(1644)	(565)	454	1120
减：所得税	(5)	(3)	2	6
净利润	(1639)	(562)	452	1115
减：少数股东损益	(173)	(52)	42	107
归母公司所有者的净利润	(1465)	(510)	410	1008
摊薄每股收益(元)	(0.16)	(0.06)	0.05	0.11
PE（倍）	(29.60)	(84.97)	105.83	43.05

数据来源：iFind，东莞证券研究所

5. 风险提示

（1）**门店调改进度及效果不及预期。**

永辉超市计划在 2026 年完成所有门店的调改，目前已调改门店占比较低，实际门店调改进度及调改效果可能不及预期等风险。

（2）**消费者意愿变化风险。**目前永辉超市调改门店普遍为各地首店，具备首店效应，后续调改门店密度提升或时间更迭或导致热度下降、消费者消费意愿变化等风险。

（3）**市场竞争加剧。**步步高等竞争对手同样获得胖东来帮扶调改支持，后续可能造成部分地区分流竞争等情况。

（4）**利润率波动风险。**名创优品领导的改革小组大幅加快调改和闭店计划，可能在短期内加剧闭店和改造成本等费用波动，影响公司短期利润率。

东莞证券研究报告评级体系：

公司投资评级	
买入	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
减持	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，导致无法给出明确的投资评级；股票不在常规研究覆盖范围之内
行业投资评级	
超配	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
标配	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
低配	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

说明：本评级体系的“市场指数”，A 股参照标的为沪深 300 指数；新三板参照标的为三板成指。

证券研究报告风险等级及适当性匹配关系	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	主板股票及基金、可转债等方面的研究报告，市场策略研究报告
中高风险	创业板、科创板、北京证券交易所、新三板（含退市整理期）等板块的股票、基金、可转债等方面的研究报告，港股股票、基金研究报告以及非上市公司的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

投资者与证券研究报告的适当性匹配关系：“保守型”投资者仅适合使用“低风险”级别的研报，“谨慎型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中低风险”的研报，“稳健型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中风险”的研报，“积极型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中高风险”的研报，“激进型”投资者适合使用我司各类风险级别的研报。

证券分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券股份有限公司为全国综合性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，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本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，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口头承诺均为无效。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告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证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券股份有限公司研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：（0769）22115843

网址：www.dgzq.com.cn