

超市及便利店

永辉超市（601933.SH）

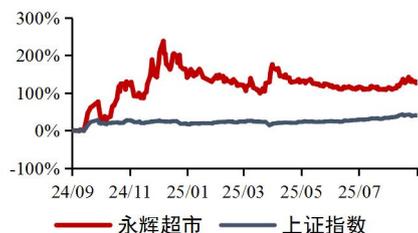
增持-A(首次)

品质零售调改坚定推进，全国超市龙头再焕新机

2025年9月11日

公司研究/深度分析

公司近一年市场表现



资料来源：最闻，山西证券研究所

市场数据：2025年9月10日

收盘价（元）：	5.17
总股本（亿股）：	90.75
流通股本（亿股）：	90.75
流通市值（亿元）：	469.18

基础数据：2025年6月30日

每股净资产（元）：	0.44
每股资本公积（元）：	0.47
每股未分配利润（元）：	-1.08

资料来源：最闻，山西证券研究所

分析师：

王冯

执业登记编码：S0760522030003

邮箱：wangfeng@sxzq.com

孙萌

执业登记编码：S0760523050001

邮箱：sunmeng@sxzq.com

投资要点：

➤ **永辉超市：全国连锁超市龙头，品质零售调改坚定推进。**公司起步于1998年，首创“农改超”模式，2010-2019年，受益于全国门店快速扩张，公司营业收入、门店数量、归母净利润的年均复合增速分别为23.9%、21.7%、19.9%，营收及业绩持续快速增长。2021年起，受到社区团购兴起、线下客流承压、对长期亏损及准备闭店门店的相关资产与长期股权投资提取减值、新租赁准则执行等影响，出现经营亏损。2024年起，公司坚定走品质零售路线，进行门店调改。在产品方面，学习胖东来商品结构，大幅换新原有商品，强化引流及盈利能力更强的烘焙及熟食商品布局，并践行“宽类窄品”策略布局“永辉优选”自有商品。产品换新的背后是供应链的深度变革，公司将采购模式由传统KA模式向成本加成模式转变，回归商品本质，并自建中央厨房保证产品品质及供应稳定。在服务方面，学习胖东来企业文化理念，切实提升消费者购物体验及员工满意度。截至8月15日，已开业调改门店160家，向9月底200家目标稳步迈进；预计2026年农历春节前，调改门店规模将扩展至300家。

➤ **超市行业：行业体量巨大、增长平稳，门店调改继续为2025年行业共识。**需求方面，2024年，我国超市Top100企业销售规模约为9000亿元，同比增长0.3%；其中，销售额同比增长的企业为42家，占比超过40%。根据国家统计局，2024年，我国限额以上超市企业零售总额同比增长2.7%，表现平稳。竞争格局方面，2024年，我国超市Top100企业中，前五大超市企业销售额及门店数量占比为49.0%、11.7%，前十大超市企业销售额及门店数量占比为66.6%、51.1%。对比美国连锁超市行业，我国连锁超市行业市场集中度偏低，未出现像沃尔玛一样市场份额绝对领先的公司。行业变化方面，2024年，我国超市Top100企业拥有门店总数2.52万个，减少2750家，同比降幅为9.8%。Top100企业中，其中仅有25家企业门店数量增加。行业快速扩张的阶段已经结束；但一二线城市会员店、折扣店销售及门店增长显著。2024年，四分之三的超市企业尝试调改，超过一半的超市企业调改后销售额取得增长。展望2025年，近9成的超市企业将商品采购模式变革作为2025年的重点工作，体现出超市行业对改变和优化传统经销商模式来打造商品力的共识。

➤ **胖东来：聚焦产品品质及满意度，力求极致消费者体验和员工关怀。**2024年胖东来集团销售额达到169.64亿元，同比增长58.54%，利润超过8亿元。



其中，超市、百货、电器、珠宝、服饰、茶叶业态销售额为 80.94、23.40、21.02、15.46、14.84、6.19 亿元。胖东来目前共有 13 家门店，新乡市 2 家、许昌市 11 家。（一）商品方面，胖东来超市奉行“大生鲜”战略，其中生鲜类商品的销售额占比超过一半；3R 品类（即食、即热、即烹）为超市特色品类，主要包括熟食、烘焙、中式面点等。“DL”自有品牌产品覆盖酒类、果汁、休闲零食、烘焙产品、家居日用、粮油调味等多个品类。截至 2024/11/27 日，胖东来自有品牌 SKU 为 100 多个，销售额达 11 亿元，总体销售额（含中央厨房）占比达 30%。（二）消费者服务方面，胖东来提供手机免费充电、寄存宠物、医用急救箱等一系列便民服务，及退货处理等售后服务。（三）员工薪酬及关怀方面，截至 2025 年 1 月，胖东来员工人数约 8300 人，2024 年，员工平均月收入 9000 元，员工流失率仅为 2.01%，并为员工提供带薪年假、委屈奖、结婚礼金等特色福利。

➤ **盈利预测、估值分析和投资建议：**预计公司 2025-2027 年营业收入为 596/903/1096 亿元，同比增长-11.7%/51.3%/21.4%；净利润为-5.51/7.16/13.76 亿元，9 月 10 日收盘价，对应公司 PS（2025E）、PS（2026E）为 0.79、0.52 倍。从行业层面看，2025 年 1 季度以来，我国消费者信心有所恢复，线下客流环比持续复苏，回归商品本质、提升消费者满意度为超市行业发展共识；从政策层面看，国家内需刺激政策持续出台且有望加码，助力消费需求恢复；从公司层面看，已调改门店日销显著提升，单店收入模型跑通，名创入局后，公司调改步伐及亏损门店调整节奏显著加快，供应链变革决心坚定，大幅减亏后，业绩弹性大。首次覆盖，给予“增持-A”评级。

风险提示：存量门店同店销售恢复不及预期；超市行业同质化竞争加剧；门店调改进度不及预期；公司与大连御锦股权转让款未能收回的风险。

财务数据与估值：

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	78,642	67,574	59,645	90,264	109,557
YoY(%)	-12.7	-14.1	-11.7	51.3	21.4
净利润(百万元)	-1,329	-1,465	-551	716	1,376
YoY(%)	51.9	-10.3	62.4	229.9	92.3
毛利率(%)	21.2	20.5	19.0	20.0	20.5
EPS(摊薄/元)	-0.15	-0.16	-0.06	0.08	0.15
ROE(%)	-24.7	-37.8	-16.3	17.6	25.3
P/E(倍)	-35.3	-32.0	-85.2	65.6	34.1
P/B(倍)	7.9	10.6	12.1	10.2	7.8
净利率(%)	-1.7	-2.2	-0.9	0.8	1.3

资料来源：最闻，山西证券研究所

目录

1. 永辉超市：全国连锁超市龙头，品质零售调改坚定推进.....	6
1.1 财务结果：全国连锁超市龙头，迈入品质零售调改新征程.....	6
1.2 发展历程：大卖场超市为基本盘，积极进行新业态探索.....	7
1.3 门店调改：坚定走品质零售路线，2025 年调改步伐加快.....	9
1.3.1 产品布局：优化产品结构，提升产品附加值.....	10
1.3.2 供应链改革：回归成本加成采购模式，尝试自建中央厨房.....	14
1.3.3 服务能力：消费者购物体验显著提升，切实提升员工利益.....	15
1.4 股权变更：名创成为公司第一大股东，供应链及渠道布局有望协同.....	17
2. 超市行业：我国超市行业平稳增长，胖东来经验借鉴.....	18
2.1 超市行业体量巨大增长平稳，门店调改继续为 2025 年行业共识.....	18
2.1.1 需求：连锁超市行业市场空间巨大，2024 年行业增长平稳.....	18
2.1.2 竞争格局：我国连锁超市行业市场竞争充分，前五大企业销售额占比 46.6%.....	18
2.1.3 行业变化：行业快速扩张阶段结束，门店调改依然为 2025 年行业主旋律.....	20
2.2 胖东来：聚焦产品质价比，提供极致消费者服务.....	21
2.3.1 选品逻辑：商品结构清晰，打造爆款自有品牌产品.....	23
2.3.2 门店运营：提供极致消费者服务，重视员工满意度.....	25
2.3 加速推进内外贸一体化，零售企业携手优质供应商打造差异化产品.....	26
3. 盈利预测.....	28
4. 风险提示.....	30

图表目录

图 1：永辉超市营业收入及同比增速.....	6
图 2：永辉超市归母净利润及同比增速.....	6
图 3：永辉超市门店数量.....	6



图 4: 永辉超市新开、关闭门店情况.....	6
图 5: 预计 2025.7 月末, 调改门店突破 150 家; 2025.8 月末, 调改门店突破 178 家.....	9
图 6: 永辉超市调改门店月度开店情况.....	10
图 7: 永辉超市调改门店省份布局情况.....	10
图 8: 永辉超市调改门店烘焙品类.....	11
图 9: 永辉超市调改门店熟食品类.....	11
图 10: 永辉超市分产品收入占比.....	12
图 11: 永辉超市分产品销售毛利率.....	12
图 12: 果切产品当日出清.....	12
图 13: 牛肉产品当日出清.....	12
图 14: 永辉超市自有品牌销售占比.....	13
图 15: 永辉超市自有品牌产品.....	13
图 16: 永辉超市其它业务收入占比.....	14
图 17: 永辉超市其它业务毛利额占比.....	14
图 18: 永辉超市中央厨房烘焙车间.....	15
图 19: 蔬菜产品定向种植.....	15
图 20: 永辉超市便民设施服务(血压仪).....	15
图 21: 永辉超市便民设施服务.....	15
图 22: 永辉超市福州五四北调改店招聘公告.....	16
图 23: 公司股权结构图(截至 2025 年 3 月末).....	17
图 24: 我国限额以上超市零售额同比增速.....	18
图 25: 我国超市企业 2024 年销售总额同比变化.....	18
图 26: 我国 CR5/10 超市企业销售额及门店数占比.....	19



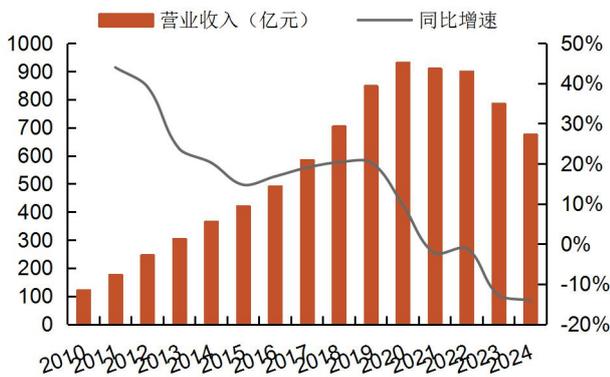
图 27: 美国前五大超市企业销售额 (2023 年)	19
图 28: 2024 年超市样本企业拓店数量.....	20
图 29: 2024 年超市调改情况.....	20
图 30: 2025 年超市企业发展战略选择.....	20
图 31: 2025 年超市企业工作重点.....	20
图 32: 胖东来集团 2024 年各业务销售额.....	22
图 33: 胖东来便民措施.....	25
图 34: 胖东来 7 种购物车.....	25
图 35: 永辉超市设置“外贸产品专区”	28
表 1: 永辉超市新业态尝试.....	7
表 2: 永辉超市调改门店的产品变化.....	10
表 3: 永辉超市调改门店的员工薪资变化.....	16
表 4: 2024 年中国超市 TOP10.....	19
表 5: 开展调改的部分超市企业.....	21
表 6: 胖东来门店.....	22
表 7: 胖东来部分自有品牌产品.....	23
表 8: 胖东来员工薪资及福利.....	26
表 9: 重点商超与电商平台“出口转内销”帮扶计划不完全统计.....	26
表 10: 永辉超市盈利预测 (注: 预测年份不含非经损益)	29

1. 永辉超市：全国连锁超市龙头，品质零售调改坚定推进

1.1 财务结果：全国连锁超市龙头，迈入品质零售调改新征程

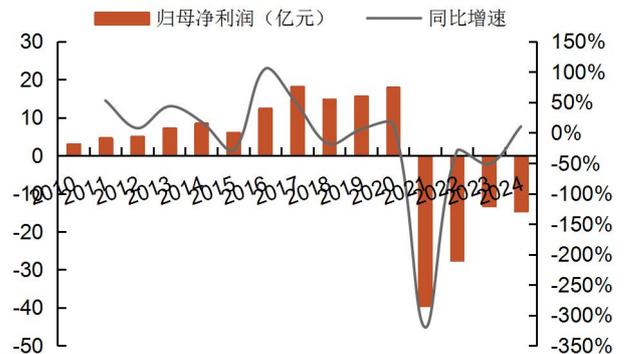
2020年前公司营收及业绩均快速增长，2021起经营承压。2010-2019年，公司营业收入、门店数量、归母净利润的年均复合增速分别为23.9%、21.7%、19.9%，营收及业绩持续快速增长，主要源于全国门店的快速扩张、市场份额扩大。2001-2010年，公司门店数量由3家增长至156家，2010-2019年，公司门店数量由156家增长至911家，门店扩张加快。2015年与2018年公司业绩短暂下滑，2015年，公司进行组织架构变动、业务集群改革，销售及管理费用增加；2018年，主要受到股权激励费用和云创板块亏损影响。2020年，公司营收增长9.8%，增速首次下降到个位数，2021-2024年营收连续三年发生下滑，累计亏损95.02亿元，2021-2023年亏损，主要系社区团购兴起、线下客流承压、对长期亏损及准备闭店门店的相关资产与长期股权投资提取减值、新租赁准则执行。2024年亏损，主因线下客流承压、关闭长期亏损的尾部门店、门店调改涉及的费用支出与盈利爬坡、主动推动裸价和控后台的策略。2022年起，公司呈现净关店的状态，截至2025H1末，公司门店数量为552家。

图 1：永辉超市营业收入及同比增速



资料来源：Wind，山西证券研究所

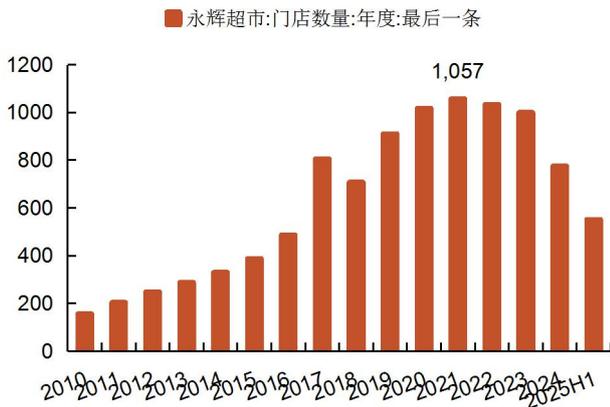
图 2：永辉超市归母净利润及同比增速



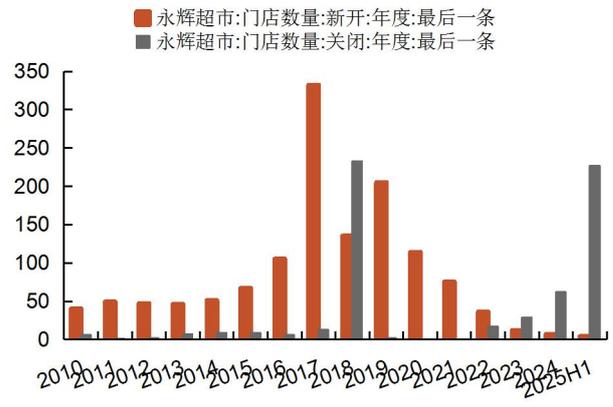
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 3：永辉超市门店数量

图 4：永辉超市新开、关闭门店情况



资料来源: Wind, 山西证券研究所



资料来源: Wind, 山西证券研究所

1.2 发展历程: 大卖场超市为基本盘, 积极进行新业态探索

1998-2009年, 首创“农改超”模式, 营业额突破百亿。1998年, 福州市火车站永辉超市开业, 为第一家以“永辉”命名的超市。2000年, 第一家“农改超”超市——永辉生鲜超市(福州屏西店)开业。2001年, 福州永辉超市有限公司成立。2004年, 永辉超市门店达到50家, 实现营业额20亿元, 进入全国超市零售业百强, 同年10月, 永辉在重庆开设门店, 区域发展战略迈出了关键一步。2009年, 实现营业额超100亿元, 同年, 北京首家永辉超市(六里桥店)开业。

2010-2019年, 全国快速扩张, 积极进行新业态探索。2010年, 永辉超市成功上市, 门店在全国快速扩张的同时, 公司积极进行线下新业态的探索。2012年, 推出“Bravo精致超市”, 2017年, 推出“超级物种”业态, 定位“零售+餐饮+APP”体验式消费的一系列工坊。根据公司2017年年报, 计划2018年新开100家“超级物种”门店。2019年, 推进Mini小型社区店业态创新试点, 完善社区商业网点布局, 当年新开门店573家。2021年, 推出首家民生仓储店, 打造服务老百姓的民生仓储超市。虽然从最终经营结果看, 上述新业务收效甚微, “Bravo精致超市”在2022年开始出现净关店, “超级物种”未完成2018年开店计划, Mini小型社区店在推出第二年即大量关店。但同时也印证公司具备极强的市场敏锐度及创新能力, 以及高效的团队执行力, 积极拥抱线下零售市场的趋势变化。

表1: 永辉超市新业态尝试

推出时间	业态	定位	图片	门店情况
------	----	----	----	------

推出时间	业态	定位	图片	门店情况
2001-2012 年	大卖场+卖场+社区店	生鲜特色经营及物美价廉的商品		截至 2024H1 末，门店数量为 943 家
2012 年	Bravo 精品超市	定位中高端市场，进口产品增加		2017 年达到 298 家，2022 年开始出现净关店
2017 年	永辉生活	“家门口的生鲜便利店”，一线城市试点		2017 年为 200 家
2017 年	超级物种	“零售+餐饮+APP”体验式消费的系列工坊		2017 年为 27 家，原计划 2018 年开设 100 家
2019 年	永辉 Mini 店	定位为社区菜市，完善社区商业网点布局，下沉至三四线城市		2019 年新开门店 573 家，2020 年开始出现净关店

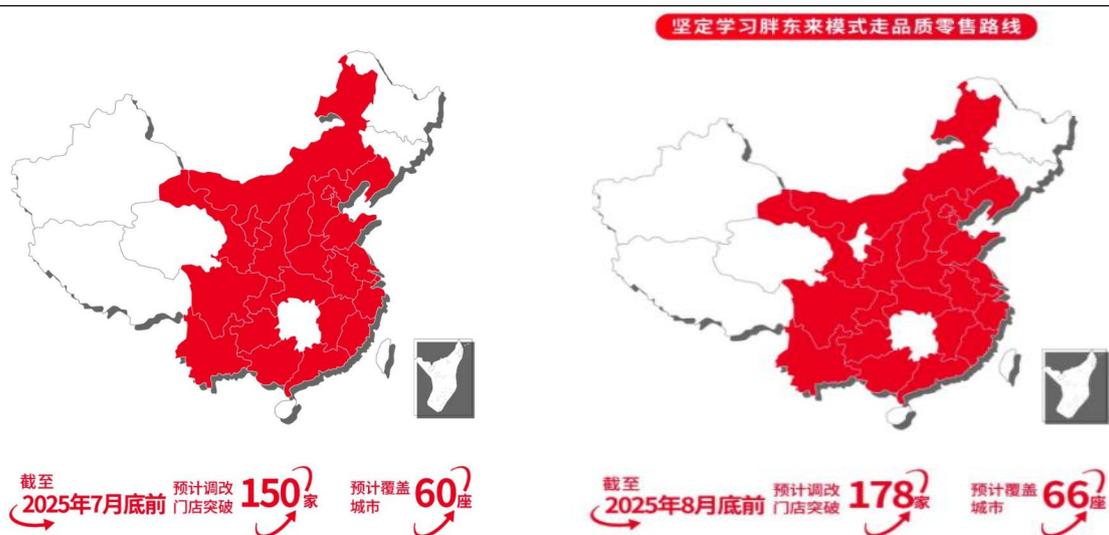
推出时间	业态	定位	图片	门店情况
2021年	仓储会员店	非会员制，服务老百姓的民生仓储超市，天天平价，“一件也是批发价”		2021年门店 53 家

资料来源：永辉超市官网，永辉超市 2012/2017/2018/2019/2020/2021/2022 年年报，百度百科，360 地图，界面新闻，大众点评网，山西证券研究所

1.3 门店调改：坚定走品质零售路线，2025 年调改步伐加快

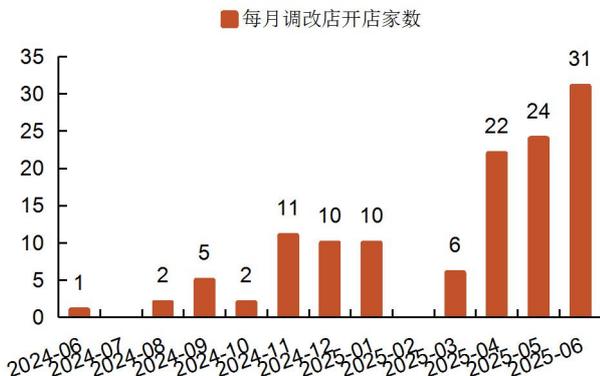
2024 年 4 季度起门店调改节奏加快，2025 年末调改门店预计达到 200 家。2024 年起，公司积极向胖东来学习其经营理念，2024 年 6 月，永辉超市郑州信万广场店作为公司第一家调改门店，正式对外营业。截至 2025 年 2 月末，公司重新开业的调改门店达到 41 家，覆盖 18 个城市。自 2024 年 11 月起，调改节奏逐步加快。根据永辉同道微信公众号，截至 8 月 15 日，已开业调改门店 160 家，向 9 月底 200 家目标稳步迈进；预计 2026 年农历春节前，调改门店规模将扩展至 300 家。

图 5：预计 2025.7 月末，调改门店突破 150 家；2025.8 月末，调改门店突破 178 家



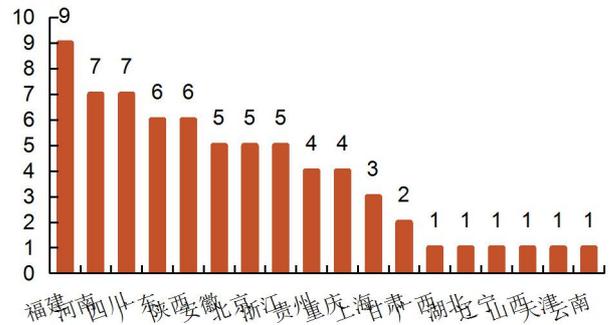
资料来源：永辉同道微信公众号，永辉超市官网，山西证券研究所

图 6：永辉超市调改门店月度开店情况



资料来源：永辉超市官网，山西证券研究所（数据截至 2025.6.27 日）

图 7：永辉超市调改门店省份布局情况



资料来源：永辉超市官网，山西证券研究所（数据截至 2025.4 月末）

1.3.1 产品布局：优化产品结构，提升产品附加值

学习胖东来商品结构，强化引流及盈利能力更强的烘焙与熟食商品布局。根据永辉超市官网，调改店梳理后的商品结构达到胖东来商品结构的 80%以上，对原有商品进行大幅换新，门店 SKU 数量处于 1-1.5 万个区间，商品换新比例超过 60%。从商品大类角度看，调改门店重点强化烘焙及熟食品类布局，公司在商品中心新设 3R 部门，负责烘焙、熟食、即热即烹商品的开发，这些品类线上替代性弱、引流效果好、复购属性高、盈利能力强；对于烘焙及熟食产品，店内提供凉拌服务、面包分切等服务。根据永辉超市官网，合肥永辉超市方圆荟店的烘焙、熟食等鲜食比例从原先的 5%增至 20%-30%。2025 年春节期间（北方小年至大年初七，共计 13 个开业日），公司 41 家调改门店同比去年春节消费季增长翻倍，其中，烘焙销售额同比增长超 520%，熟食销售额同比增长超 387%。同时，践行品质零售背景下，调改门店提升进口商品占比至约 20%。

表 2：永辉超市调改门店的产品变化

门店	产品
福州大儒世家店	门店总计规划了超过 12000 支单品，其中有超过 7500 支是新规划商品， 上新率高达 63%左右 。
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， 新增单品占比 74.1% ，梳理后商品结构达到

门店	产品
	胖东来商品结构的 90%以上。
杭州临平万达店	12300 支商品下架了 8610 个，下架比例高达 70%，随后又新增了 6851 支商品， 新增商品比例超过 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%。
合肥永辉超市方圆荟店	共规划了 15400 多支单品，整体的 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、熟食等鲜食比例进一步放大，从原先的 5%增至 20%-30%。
沈北吾悦广场店	调改后的商品结构 达到胖东来商品结构的 90%。
重庆南坪万达广场	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。
深圳卓悦汇店	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%。
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，新增了 7500 支，整体的 上新率达到 65%左右。
北京石景山喜隆多店	门店商品结构 达到胖东来商品结构的 90%以上。
四川锦江文华广场店	原有商品数约 1.58 万支，在本次调改中，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%。
郑州裕华广场店	此次调改重新规划了单品数 13477 个， 新增单品占比 80.9% ，梳理后 商品结构达到胖东来商品结构的 90%以上。

资料来源：永辉超市官网，山西证券研究所

图 8：永辉超市调改门店烘培品类



图 9：永辉超市调改门店熟食品类

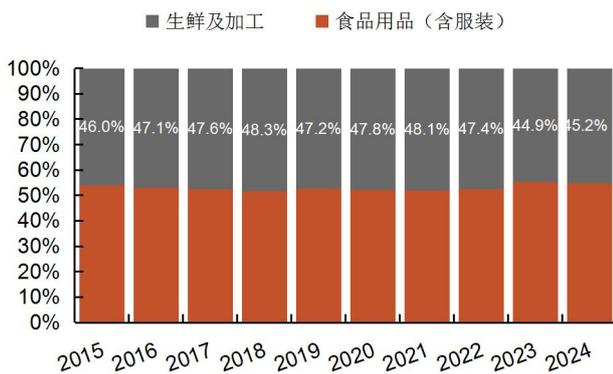


资料来源：永辉超市官网，山西证券研究所

资料来源：永辉超市官网，山西证券研究所

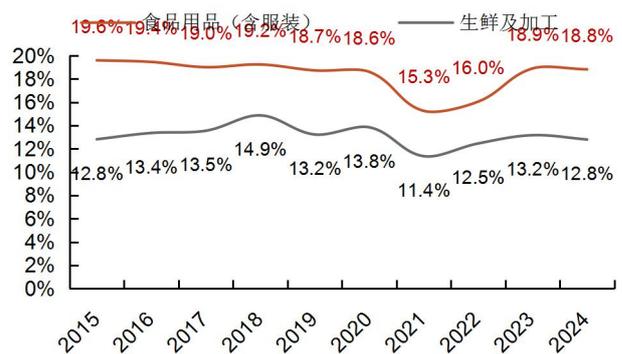
提升生鲜品类附加值及服务，夯实生鲜品类竞争优势。公司以“农改超”起家，生鲜品类竞争优势显著，历年来看，生鲜品类收入占比基本超过 40%，同时销售毛利率保持稳定。对于公司具备核心竞争优势的生鲜品类，调改门店通过提供产品加工服务来提升产品附加值，如海鲜现场加工、鱼类切片、肉类绞馅切片切丝等服务。同时，调改门店执行“零隔夜”日清，覆盖了水果、蔬菜、肉禽、水产四大品类超 600 个商品，通过库存日清、台面商品日清及商品挑选日清的管理体系，保证商品品质。例如，对于果切产品，四小时后打八折、六小时进入六折区间、八小时后果断撤离货架。此外，作为全国性超市，调改门店会依据当地需求，提供区域特色产品，如福州鱼丸、四川火锅等，充分考虑各地消费者需求。

图 10：永辉超市分产品收入占比



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 11：永辉超市分产品销售毛利率



资料来源：Wind，永辉超市 2021 年报，山西证券研究所

图 12：果切产品当日出清

图 13：牛肉产品当日出清



资料来源：永辉同道微信公众号，山西证券研究所



资料来源：永辉同道微信公众号，山西证券研究所

与供应商深度合作，“宽类窄品”策略开发自有品牌商品。未进行门店调改前，公司自有品牌矩阵丰富，包括“优颂”家居用品、“田趣”高品质农产品、“馋大狮”休闲食品、“辉妈到家”快手菜产品等，但消费者认知度较低，自有商品销售占比为低个位数。目前，公司对于自有品牌商品开发，深入到供应链源头，与战略供应商合作共创，保证供应商合理利润，并采取“宽类窄品”策略，降低消费者决策难度。根据永辉生活微信小程序，永辉优选自有品牌产品包括零食烘培、酒水奶饮、速食冻品、粮油干货、日用百货品类，预计调改门店的自有品牌商品销售占比提升至 5%-15%。

图 14：永辉超市自有品牌销售占比



资料来源：永辉超市 2019-2023 年报、2024 年半年报，山西证券研究所

图 15：永辉超市自有品牌产品

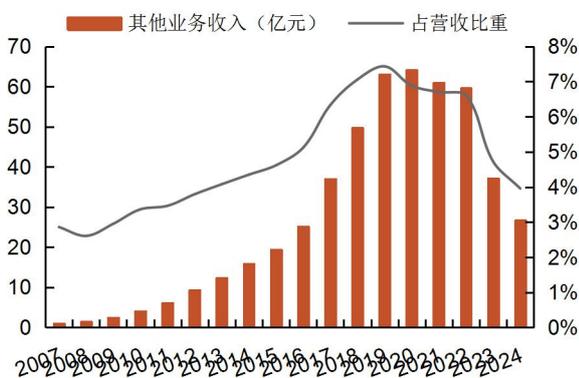


资料来源：永辉超市上海金山万达广场店实地拍摄，山西证券研究所

1.3.2 供应链改革：回归成本加成采购模式，尝试自建中央厨房

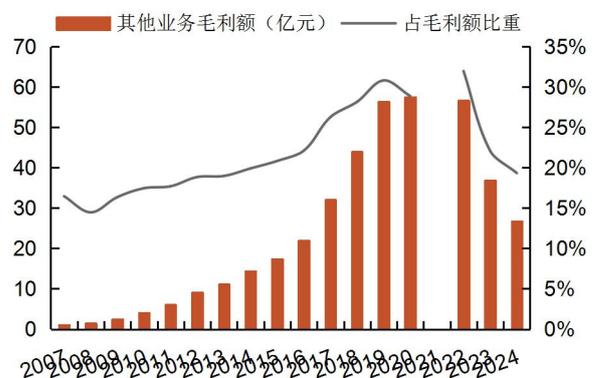
采购模式由传统 KA 模式向成本加成转变，回归商品本质。调改门店商品换新的背后，是供应链的深度变革。公司对传统 KA 模式进行改革，取消入场费、推头费、通道费等后端费用，回归到与品牌方直接对接、成本加成的采购模式，提升对公司选品能力的要求，打造产品差异化。根据公司招股说明书，公司其他业务收入主要为向供应商收取的管理费、促销费、服务费、展示费等，2019 年及之前，公司其它业务收入占营收比重为 7%左右、占毛利额比重为 30%左右，2023 年，其它业务收入及毛利额占比明显下降。在永辉超市 2025 年度供应商大会上，名创优品实控人叶国富先生围绕“产品品质”阐释了永辉超市供应链升级的逻辑与路径，调回归本质即回归产品，聚焦核心供应商、聚焦核心大单品、聚焦长期主义，能够打破传统供应链中间商加价、零供关系博弈等痛点，将亲自筛选永辉超市首批 200 家核心供应商，并与供应商董事长建立年度对话机制，彰显供应链变革决心。

图 16：永辉超市其它业务收入占比



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 17：永辉超市其它业务毛利额占比



资料来源：Wind，山西证券研究所

自建中央厨房保证产品品质及稳定供应，推动定向种植向供应链上游延伸。2024 年 9 月，公司尝试中央厨房建设，2025 年 1 月，烘焙车间首次投产，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。永辉中央厨房后续计划建设熟食车间、包点车间、净菜车间等，从生产端介入对食品安全的把控。此外，公司继续发挥生鲜品类供应链优势，向源头延伸，自 2024 年 6 月开始以“定向种植”模式与福建供销现代农业服务集团携手打造品

牌，通过与福州供销社下属新金东农场合作，以农产直供的形式，为顾客提供新鲜且高品质的放心蔬菜。

图 18：永辉超市中央厨房烘培车间



资料来源：永辉同道微信公众号，山西证券研究所

图 19：蔬菜产品定向种植



资料来源：永辉超市官网，山西证券研究所

1.3.3 服务能力：消费者购物体验显著提升，切实提升员工利益

服务硬实力：门店服务硬件完备，提升消费者购物体验。调改后的门店，为消费者提供宠物寄存、微波炉、自助茶水、身高体重测量仪、血压计、视力检查表、洗手池等多样化的便民设备设施，提升消费者购物体验及购物便捷度。

图 20：永辉超市便民设施服务（血压仪）



资料来源：永辉超市上海金山万达广场店实地拍摄，

图 21：永辉超市便民设施服务



资料来源：永辉超市官网，山西证券研究所

山西证券研究所

服务软实力：提升整体员工薪资水平，重视员工幸福感及满意度。除了硬件设施，消费者的购物体验，更离不开门店员工的服务。调改门店员工数量较未调改前大幅增长至 200 人左右，同时，调改店员工的薪资整体涨幅约 20%-30%，北京、深圳一线城市基础员工工资提升至 6000 元/月，新一线、二线城市基础员工工资提升至 4500-5000 元/月。根据永辉超市福州五四北调改店招聘公告，一线员工月工资为 4500 元起，烘焙与生鲜技工月工资为 5300-8000 元。同时，在提升员工幸福指数方面，规定员工每天工作不超过 8 小时，入职满一年享 10 天年假，2025 年农历春节期间，永辉超市大年初一执行闭店休息一天，也是公司首次执行春节期间闭店。

图 22：永辉超市福州五四北调改店招聘公告

岗位	招聘人数	月薪待遇	岗位任职要求
店长	1	20000元	大专以上学历，具备较强的数据分析能力 有良好的沟通技巧、较强的营运管理及团队管理能力
营运经理	1	12000元	大专以上学历，有良好的沟通技巧 具备较强的部门营运管理及团队管理能力
小店长	10	8000元	大专以上学历，热爱零售，对数据敏感 有较强的服务意识，具有相关经验优先
合伙人	20	5500-5800元	大专以上学历，热爱零售 熟练使用办公软件，具有相关经验优先
炒锅师傅	5	5800-10000元	男女不限，具有相关经验优先
烘焙技工	10	5800-8000元	男女不限，具有相关经验优先
生鲜技工	10	5300-8000元	男女不限，具有鱼肉分割、猪肉分割 果切摆盘相关经验优先
生鲜/加工员工	40	4800元	有较强的服务意识
食百员工	10	4500元	有较强的服务意识
收银员/客服人员	10	4800元	形象好、气质佳，有相关经验优先
内控专员	10	4500元	有较强的服务意识，退伍军人优先
保洁主管	2	5500-8000元	有同岗位工作经验，具有较强的服务意识及管理 能力
保洁员	15	4500元	有较强的服务意识

资料来源：永辉超市实地调研拍摄，山西证券研究所

表 3：永辉超市调改门店的员工薪资变化

门店	工资
福州大儒世家店	调改后整体员工工资提升幅度约 30%
郑州盛华里店	员工工资从 2800 元/月提升至 4500 元/月
杭州临平万达店	员工的工资平均上涨约 30%
沈北吾悦广场店	门店员工最低工资从每月 3400 元提高至每月 4500 元，一线员工工资平均提升超 30%
重庆南坪万达广场	店内一线员工最低工资从 3000 元提升至 5000 元以上
深圳卓悦汇店	基层员工月薪调整至 6000 元起

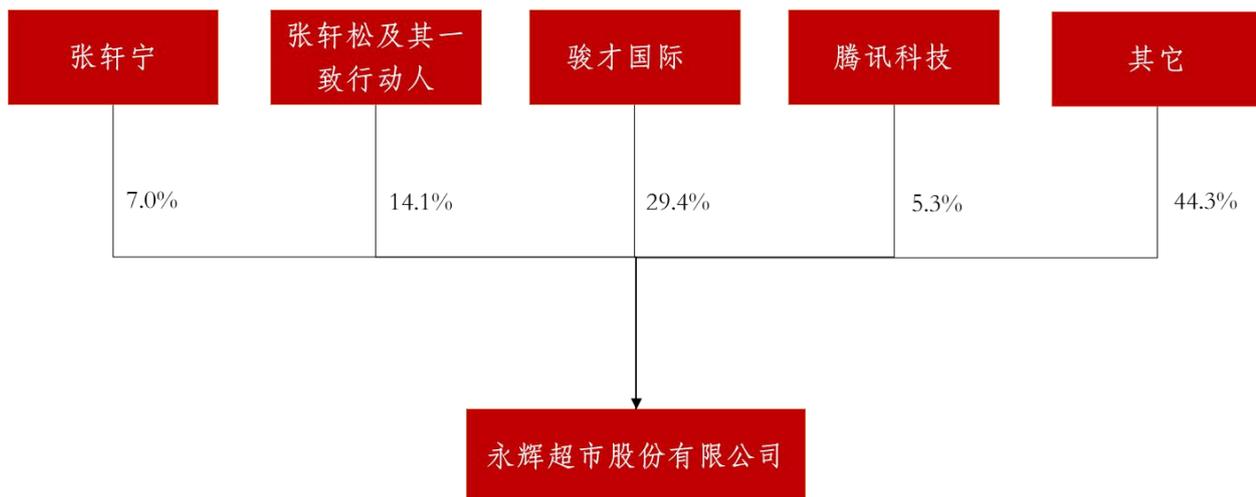
门店	工资
福州长乐万星店	员工工资平均提升超 20%
北京石景山喜隆多店	调改后，门店员工的最低工资从每月 4000 元提升至每月 6000 元，一线员工工资普遍增长，平均提升超 20%
四川锦江文华广场店	普通员工月工资将提升至 5000 元起
郑州裕华广场店	基层员工工资从增加至 4500 元/月起

资料来源：永辉超市官网，山西证券研究所

1.4 股权变更：名创成为公司第一大股东，供应链及渠道布局有望协同

名创优品成为公司第一大股东，加速推进门店调改。2024 年 9 月 23 日，名创优品公告全资子公司骏才国际拟以 62.7 亿人民币收购永辉超市 29.4% 的股权，股权交割完成后，名创优品成为公司第一大股东。2025 年 3 月 18 日，公司第六届董事会第一次会议决议，为加快公司改革转型步伐，公司拟正式成立改革领导小组，由名创优品实控人叶国富担任改革领导小组组长，9 名永辉公司高管担任组员。由于公司暂未聘任 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。名创优品与永辉超市有望在供应链、自有品牌产品开发、渠道布局方面发挥协同效应。根据上海金山门店实地调研，名创优品旗下的 TOP TOY 潮玩产品已入驻永辉超市。

图 23：公司股权结构图（截至 2025 年 3 月末）



资料来源：Wind，永辉超市《关于 5%以上股东权益变动触及 1%的提示性公告》，名创优品《非常重大收购事项有关收购于上海证券交易所上市之目标公司股份》，永辉超市《永辉超市关于股东减持股份计划公告》，

山西证券研究所

2. 超市行业：我国超市行业平稳增长，胖东来经验借鉴

2.1 超市行业体量巨大增长平稳，门店调改继续为 2025 年行业共识

2.1.1 需求：连锁超市行业市场空间巨大，2024 年行业增长平稳

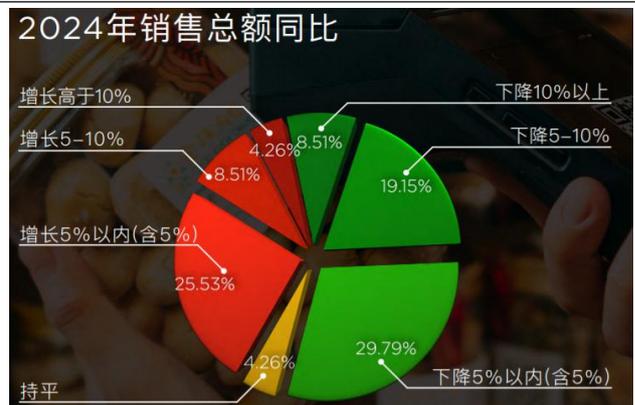
连锁超市行业市场空间巨大，2024 年行业增长平稳。根据中国连锁经营协会对 47 家超市企业的调查，2024 年，接近 40% 的超市企业销售总额同比增长，其中大多门店总数并无增加。根据中国连锁经营协会于今年 7 月 15 日发布的《2024 年中国超市 Top100》，2024 年，我国超市 Top100 企业销售规模约为 9000 亿元，同比增长 0.3%；其中，销售额同比增长的企业为 42 家，占比超过 40%。根据国家统计局，2024 年，我国限额以上超市企业零售总额同比增长 2.7%，表现平稳。

图 24：我国限额以上超市零售额同比增速



资料来源：Wind，国家统计局，山西证券研究所

图 25：我国超市企业 2024 年销售总额同比变化



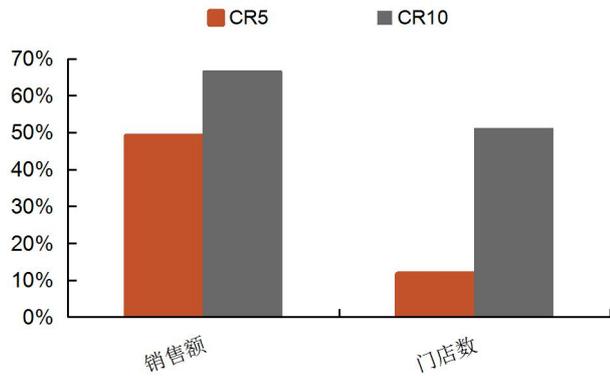
资料来源：中国连锁经营协会，《2024 年中国连锁超市发展情况概览》，山西证券研究所（注：调查样本为 47 家超市企业）

2.1.2 竞争格局：我国连锁超市行业市场竞争充分，前五大企业销售额占比 46.6%

我国连锁超市行业市场竞争充分。根据中国连锁经营协会，2024 年，我国超市 Top100 企业中，前五大超市企业销售额及门店数量占比为 49.0%、11.7%，前十大超市企业销售额及门

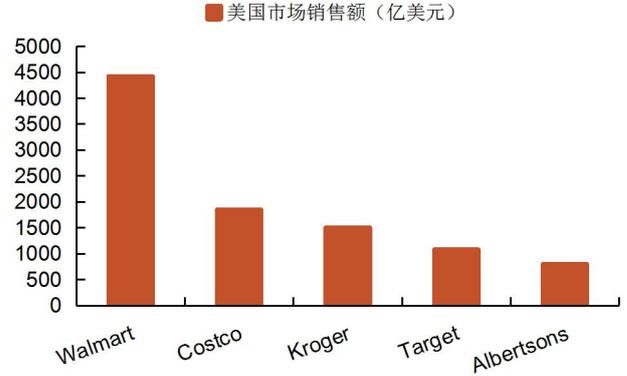
店数量占比为 66.6%、51.1%。对比美国连锁超市行业，我国连锁超市行业市场集中度偏低，未出现像沃尔玛一样市场份额绝对领先的公司。

图 26：我国 CR5/10 超市企业销售额及门店数占比



资料来源：中国连锁经营协会，《2024 年中国超市 Top100》，山西证券研究所

图 27：美国前五大超市企业销售额（2023 年）



资料来源：Wind，山西证券研究所（注：Walmart 统计“美国沃尔玛”营收，Costco 为“美国市场”营收，其它公司为总营业收入）

表 4：2024 年中国超市 TOP10

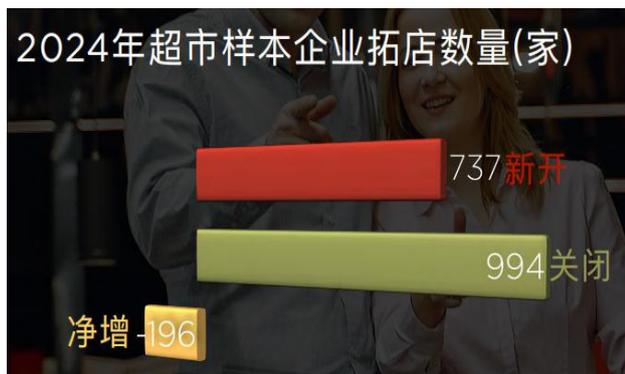
序号	企业名称	超市品牌	2024 销售规模 (亿元)	YOY	2024 门店数	YOY
1	沃尔玛（中国）投资有限公司	沃尔玛、山姆	1588	19.6%	334	-8.5%
2	康成投资（中国）有限公司	大润发、大润发 Super、M 会员店	764	-0.3%	505	-0.4%
3	盒马（中国）有限公司	盒马鲜生等	750	27.1%	420	16.7%
4	永辉超市股份有限公司	永辉	732	-14.4%	775	-23.2%
5	物美科技集团有限公司	物美、麦德龙	579	2.4%	918	-18.2%
6	联华超市股份有限公司	世纪联华、联华、华联	486	-7.5%	3152	-6.1%
7	华润万象（控股）有限公司	华润万家、Ole、华润苏果	481	-23.1%	2200	-18.3%
8	家家悦控股集团股份有限公司	家家悦、世伴	299	0.2%	902	-1.6%
9	中百仓储超市有限公司	中百仓储、中百超市	180	-12.2%	714	-19.0%
10	广州市钱大妈农产品有限公司	钱大妈	136	-0.7%	2959	0.2%

资料来源：中国连锁经营协会《2024 年中国超市 Top100》，山西证券研究所

2.1.3 行业变化：行业快速扩张阶段结束，门店调改依然为 2025 年行业主旋律

行业快速扩张阶段结束，门店调改依然为 2025 年行业主旋律。根据中国连锁经营协会于今年 7 月 15 日发布的《2024 年中国超市 Top100》，2024 年，我国超市 Top100 企业拥有门店总数 2.52 万个，减少 2750 家，同比降幅为 9.8%。Top100 企业中，其中仅有 25 家企业门店数量增加。2024 年，协会调查的 47 家超市企业，仅有 28.3% 的超市企业门店净增加，整体样本企业门店收缩率为 1.8%。超市行业从扩张战略转为巩固现有市场，积极学习行业标杆，进行商品、门店形象、服务等多方面的门店调改工作。2024 年四分之三的超市企业尝试调改，超过一半的超市企业调改后销售额取得增长。展望 2025 年，近 9 成的超市企业将商品采购模式变革作为 2025 年的重点工作，体现出超市行业对改变和优化传统经销商模式来打造商品力的共识，门店升级改造、推进超市整体调改也为行业共识，而尝试新门店类型关注度较低。

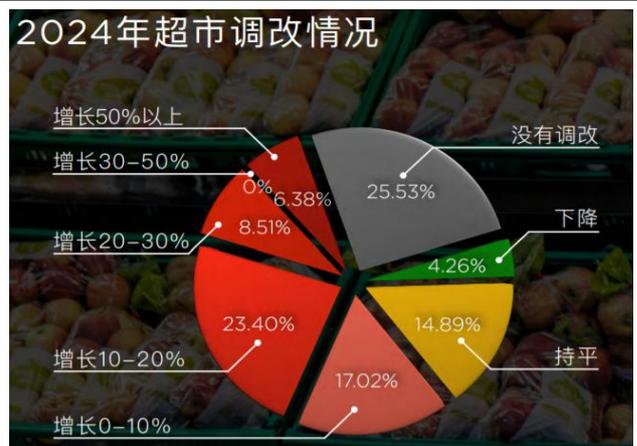
图 28：2024 年超市样本企业拓店数量



资料来源：中国连锁经营协会《2024 年中国连锁超市发展情况概览》，山西证券研究所

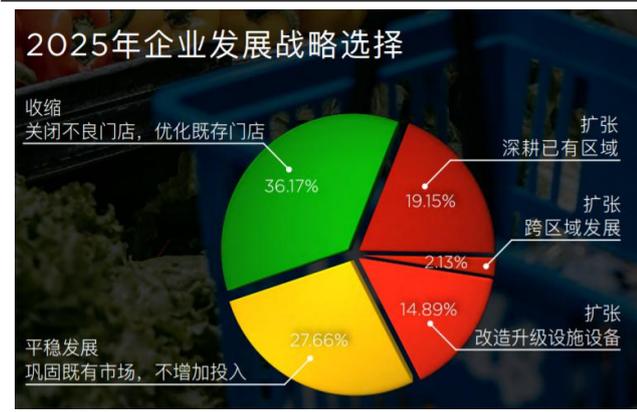
图 30：2025 年超市企业发展战略选择

图 29：2024 年超市调改情况



资料来源：中国连锁经营协会《2024 年中国连锁超市发展情况概览》，山西证券研究所

图 31：2025 年超市企业工作重点



资料来源：中国连锁经营协会《2024年中国连锁超市发展情况概览》，山西证券研究所



资料来源：中国连锁经营协会《2024年中国连锁超市发展情况概览》，山西证券研究所

表 5：开展调改的部分超市企业

企业名称	调改情况
永辉超市	截至 2025 年 8 月 15 日, 已开业调改门店 160 家, 向 9 月底 200 家目标稳步迈进; 预计 2026 年农历春节前, 调改门店规模将扩展至 300 家。
步步高超市	截至 2025 年 2 月 20 日日, 已经调改完 16 家店, 剩余的 10 家左右门店预计在 2025 年 3 季度调改完成。春节期间, 公司 16 家调改门店销售额同比增长 326%, 熟食、面包、水果区销售显著增长。
中百集团	2024 年 7 月首家“调改店”开业, 7-11 月, 中百超市“调改店”销售额同比提升超 20%。截至 2024 年 12 月 20 日, 中百超市“调改店”数已超 80 家。2025H1, 完成 14 家仓储业态、55 家社区超市业态调改。
世纪联华	2024 年 11 月 26 日, 世纪联华宣布上海地区门店完成全面焕新, 从卖场小型化、生鲜自营标品化、优质供应链一体化三个方向进行调改。
卜峰莲花	卜峰莲花焕新升级体现了四个特点: “高品质”、“高颜值”、“烟火气”与“人情味”。
华润万家	2024 年 12 月 31 日, 华润万家全国 50 店正式焕新亮相。此次焕新升级的 50 家门店, 不仅是品牌形象的重塑, 在商品迭代、购物环境及服务提升等多个维度, 都给消费者带来了全方位的惊喜。
物美集团	2025 年 2 月 6 日, 北京物美第一家向胖东来学习的自主调改门店确定为学清路店, 该店将于 2 月 10 日起闭店调改, 并将于 3 月 21 日上午 9 点半恢复正常营业。

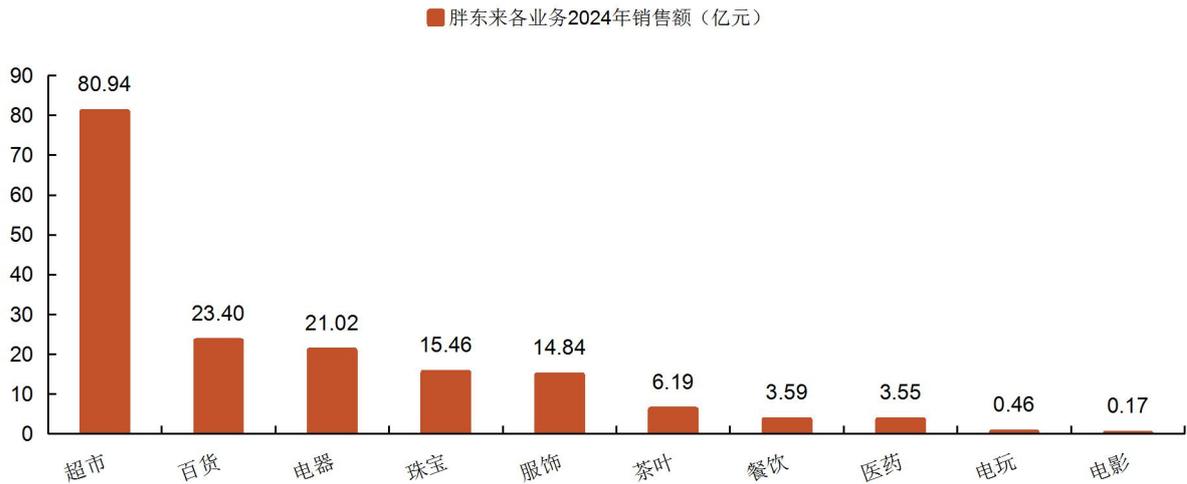
资料来源：永辉同道微信公众号，步步高《2025年2月20日投资者关系活动表》，中百集团官网，中百集团 2025H1 中报，中国连锁经营协会，华润万家官网，物美集团官网，山西证券研究所

2.2 胖东来：聚焦产品质价比，提供极致消费者服务

胖东来 2024 年销售额高增近 60% 至 170 亿元，超市业态销售占比近半。许昌市胖东来商贸集团有限公司，创建于 1995 年 3 月，前身是“望月楼胖子店”杂货店，1997 年，“胖东来”第一家分店开业，自此进入超市业态，2005 年由许昌市拓展至新乡市。目前胖东来经营业态涵盖超市、百货、电器、服饰、餐饮、医药、珠宝、茶叶、电影、电玩、图书、眼镜。2024

年，胖东来集团整体销售 169.64 亿元，同比增长 58.54%，利润超过 8 亿元。其中，超市业态销售 80.94 亿元，占比 48%；百货业态销售 23.40 亿元，占比 14%；电器、珠宝、服饰、茶叶销售分别为 21.02、15.46、14.84、6.19 亿元。

图 32：胖东来集团 2024 年各业务销售额



资料来源：每日经济新闻，21 世纪经济报道，于东来社交媒体，山西证券研究所

胖东来拥有 13 家门店，郑州首店计划 2026 年开业。根据胖东来微信小程序，胖东来目前共有 13 家门店，新乡市 2 家，许昌市 11 家。根据每日经济新闻，2 月 24 日，胖东来宣布进入河南省省会郑州市，将进驻郑州高铁东站西广场地下商业项目“经纬华悦广场”，郑州首店将于 2026 年元旦前正式亮相，将涵盖超市、医药、餐饮、礼品中心、图书、咖啡等业态。

表 6：胖东来门店

位置	门店	门店地址	2024 年销售额（亿元）
河南省新乡市	DL 胖东来·大胖	红旗区人民中路 199 号	26.77
河南省新乡市	DL 胖东来生活广场（二胖）	卫滨区健康路 31 号	20.29
河南省许昌市	许昌天使城店	魏都区八龙路与建安大道交汇处东北角	26.82
河南省许昌市	许昌时代广场店	魏都区七一路 277 号	44.14
河南省许昌市	许昌生活广场店	魏都区南关大街 42 号	12.88
河南省许昌市	许昌大众服饰店	魏都区颍昌路 838 号	3.55
河南省许昌市	许昌金三角店	新许路与文兴路交叉口新合作广场	5.47
河南省许昌市	许昌云鼎店	东城区魏文路与学府街交叉口云鼎广场 3 号楼一层	3.51

位置	门店	门店地址	2024年销售额（亿元）
河南省许昌市	许昌北海店	建安区镜水路36号	6.12
河南省许昌市	许昌金汇店	魏都区八一路与北大街交汇处东北角	3.82
河南省许昌市	许昌劳动店	魏都区劳动南路与西湖北街交叉口东南50米	1.23
河南省许昌市	许昌人民店	魏都区劳动路与人民路交叉口恒达魏源广场5号楼负一层	3.00
河南省许昌市禹州市	许昌禹州店	禹州市颍河大街568号（老体育公园负一层）	7.77

资料来源：胖东来微信公众号，新浪财经，福建省食品工业协会，山西证券研究所

2.3.1 选品逻辑：商品结构清晰，打造爆款自有品牌产品

商品结构方面，胖东来超市奉行“大生鲜”战略，其中生鲜类商品的销售额占比超过一半；3R品类（即食、即热、即烹）为超市特色品类，主要包括熟食、烘焙、中式面点等。选品逻辑方面，胖东来选品的成功主要体现在“DL”自有品牌产品，自有品牌产品覆盖酒类、果汁、休闲零食、烘焙产品、家居日用、粮油调味等多个品类。根据实地调研，家居日用品类具体包括洗衣液、洁面巾、湿纸巾、筷子、砧板、钢丝球、抹布、垃圾袋、毛巾等；粮油调味品类具体包括食用油、芝麻酱等；酒水食品品类具体包括麦片、啤酒、果汁等，以及胖东来中央厨房自己生产的生鲜食品。自有品牌产品中不乏爆品，如胖东来“大月饼”自2022年推出，至今持续火爆，精酿啤酒自推出就受到消费者热烈欢迎。根据中国连锁经营协会，截至2024/11/27日，胖东来自有品牌SKU为100多个，销售额达11亿元，总体销售额（含中央厨房）占比达30%，未来三年胖东来自有品牌销售占比至少突破50%。

表7：胖东来部分自有品牌产品

规格	单位	售价（元）	图示	
食品类				
DL100%番茄复合果蔬汁	1L	瓶	12.5	

DL 精酿小麦啤酒	330ml*24	箱	60	
	500ml*12	箱	45	
DL 每日坚果燕麦脆	320g	袋	16.8	
烘焙&熟食类				
香辣牛肉条	150g	袋	30.6	
芋泥麻薯月饼		个	29.8	
日用品类				
DL 多效香氛洗衣液	3kg	瓶	19.8	

DL 多功能洁面柔巾	20cm*20cm*60 片	包	8.5	
------------	----------------	---	-----	---

资料来源：胖东来超市微信公众号，胖东来超市微信小程序，胖东来许昌金三角门店实地拍摄，小红书，山西证券研究所

2.3.2 门店运营：提供极致消费者服务，重视员工满意度

在消费者服务方面，胖东来提供一系列便民服务，包括手机免费充电、寄存宠物、医用急救箱、七种类型购物车等。除了这些便民设施，胖东来有着极致的售后服务，退货处理。在许昌当地消费者眼里，胖东来只是一家很“普通”的超市，他们对胖东来所提供的货品、服务、售后，已习以为常。在员工薪酬方面，胖东来执行多层次的薪资结构，员工月收入包含基本工资+绩效+岗位补贴。截至 2025 年 1 月，胖东来员工人数约 8300 人，2024 年，员工平均月收入 9000 元，员工流失率 2.01%。在员工关怀方面，胖东来保证员工每天工作时间不超过 8 小时，部分超市实行每周二闭店；普通员工 30 天带薪年假，设立委屈奖、结婚礼金等特色福利、丧事慰问等多项关怀。

图 33：胖东来便民措施



资料来源：胖东来许昌金三角门店实地拍摄，山西

图 34：胖东来 7 种购物车



资料来源：天下网商微信公众号，山西证券研究所

证券研究所

表 8：胖东来员工薪资及福利

具体内容	
多层次的薪资结构	基本工资+绩效+岗位补贴组合，基层员工底薪 3500 元起，特殊岗位更高。如，中央厨房的生产操作岗位年薪 8-10 万，超市的品质管理岗位年薪 12-15 万。
丰富的福利待遇	普通员工 30 天带薪年假、管理层 40 天带薪年假。设立委屈奖、结婚礼金等特色福利；丧事慰问等多项关怀。
春节放假安排	2025 年春节放假 5 天，1.28 日（腊月二十九）-2.1 日（正月初四），2.2 日（正月初五）恢复营业

资料来源：胖东来超市微信公众号，大胖小胖商学微信公众号，山西证券研究所

2.3 加速推进内外贸一体化，零售企业携手优质供应商打造差异化产品

加速推进内外贸一体化，零售企业携手优质供应商打造差异化产品。在美国加征关税背景下，为帮助企业稳住外贸基本盘、拓展内销新空间，我国商务部加大力度推进内外贸一体化，持续举办“外贸优品中华行”活动，在市场准入、渠道开拓、财政金融、服务保障等方面加大对外贸企业拓内销的帮助力度，促进内外贸渠道对接、品牌对接、产销对接、标准对接。多家行业协会联合发布倡议书，重点商超企业、电商平台等共同发力，及时推出“出口转内销”帮扶计划，为外贸出口企业提供“快速上架”绿色通道，解决其短期面临的库存积压问题；并寻求与出口企业在品牌推广、开发自有品牌产品方面建立深度合作，以达成中长期持续合作。

表 9：重点商超与电商平台“出口转内销”帮扶计划不完全统计

公司	出口转内销帮扶计划
京东	4/11 日宣布推出 2000 亿元出口转内销扶持计划，未来一年内大规模采购不低于 2000 亿元出口转内销商品，帮助外贸企业快速拓展国内市场
盒马	4/11 日即日起面向中国外贸企业开放入驻通道。盒马表示，后续将上线“外贸专区”。对于有意愿创新研发的外贸企业，盒马计划协同开发更贴合用户体验的新品。
美团	将充分发挥在下沉市场的渠道优势，携手优质外贸企业打造“外贸优品”特卖专区，通过覆盖全国 2000 余个市县、超百万个社区团点的高效“次日达”网络，帮助优质外贸商品走进千家万户
拼多多	推出“千亿扶持”计划，重投 1000 亿元扶持商家高质量发展，该计划也将加大对跨境中小商家的补贴力度，针对性帮助跨境商家稳定生产，降本增效，应对“出海”风险。
永辉超市	4/7 日发布《致中国优质供应链的一封信》，为出口受阻而库存积压的企业开通“绿色通道”，推出 15 天极速上架、提供品牌推广计划、共同开发新产品等措施
华润万家	4/9 日推出四大举措助力外贸企业开拓内销市场：包括为优质外贸企业开通内销“直通车”；匹配不同企业的产品定位；联合开发自有品牌；将通过旗下商贸公司，提供“代理+经销”双引擎。

公司	出口转内销帮扶计划
武商集团	4/10 日发布《关于携手应对关税政策的倡议》，为出口转内销的消费品企业拓展销售渠道、加强品牌推广、提供数据支持、优化供应链管理。
联华超市	4/11 日宣布开启“好物回家”行动，建立快速上架通道，提供营销与品牌支持，建立自有品牌合作，金融与供应链支持，将品质国货快速引入联华
天虹	4/12 日针对外贸企业需求，天虹开通“绿色服务通道”，可提供裸价直采、自有品牌联合开发等深度合作模式，也支持企业通过实体专区与线上旗舰店直达消费者。

资料来源：第一财经微信公众号，潮新闻，中工网，央视新闻微信公众号，永辉同道微信公众号，中国连锁经营协会，武商潮微信公众号，联华超市股份有限公司微信公众号，零售商业财经，山西证券研究所

公司快速的反应力及执行力，全力推进“外贸优品进永辉”。4月7日，公司发布《永辉超市致中国供应链的一封信》，在信中提出三项措施，中国优质供应链企业若因出口受阻而库存积压，永辉将开通“绿色通道”完成15天极速上架；针对苦恼于国内市场认知度的外贸商品，永辉将提供推广扶持；对于渴望产品升级的供应链企业，永辉将作为“市场助手”共同开发新产品。根据新京报，截至4月22日12时，专项邮箱已收到超500封合作邮件，并与超300家优质供应链企业进入洽谈阶段，品类覆盖范围广泛，主要集中在冷冻食品、休闲零食、家居用品等，其中包括长期为山姆、开市客供货的中国制造企业。永辉超市安排专人实时跟进接收外贸企业合作邮件的专项邮箱，收到邮件后迅速进行洽谈、以日为单位选品、企业和商品资质审核、合同推进等，快速高效评估商品质量、包装、供货能力等，结合永辉超市的经营需求和情况进行匹配、快速推进上架。4月22日，永辉超市在“中国制造 点亮内需——外贸优品进永辉”活动上宣布，首批来自2个品牌的9个商品通过针对外贸受阻企业开设的绿色通道在北京喜隆多店、福州奥体店、杭州滨江宝龙店、临平万达店4家永辉超市门店上架售卖。后续永辉超市将陆续扩大外贸商品及售卖门店数量，预计在4月底将形成较大规模。首批2家企业分别为宁波今日食品有限公司、江苏华腾个人护理用品有限公司。其中，宁波今日食品有限公司针对国内市场建立了新品牌“非常鱼块”，此次在永辉超市上架的商品包括油浸蓝鳍金枪鱼、黑松露火腿金枪鱼罐头等。江苏华腾个人护理用品有限公司上架的产品包括便携旅行套装、木糖醇樱花多效护理牙线棒等。我们认为，零售企业帮扶外贸出口企业，对于双方而言是合作共赢。对于零售企业而言，能够获取更多优质的供应商资源，以提升产品多样性、差异化、性价比，如外贸商品往往符合国际市场需求（如环保标准、创新设计等），可填补国内市场的空白，吸引追求品质或个性化的消费群体。同时，外贸企业通常具备较强的生产能力和严格的质量标准，其产品在设计和工艺上更具国际竞争力。

图 35：永辉超市设置“外贸产品专区”



资料来源：证券日报网，山西证券研究所

3. 盈利预测

（一）零售业务

调改门店方面：截至 2024 年末，调改后重新开业的门店为 31 家，公司预计 2026 年农历春节前调改门店达到 300 家。我们预计截至 2025-2027 年末，公司调改门店分别为 280/380/400 家。预计单店日均销 2025-2027 年分别为 87/77/77 万元。考虑产品结构优化、供应链深度变革、自有品牌占比提升，预计 2025-2027 年门店层面净利润率为 1.80%/1.82%/1.84%。假设每家门店调改费用平均为 800 万元，分五年进行摊销。预计 2025-2027 年，调改门店实现营收为 382/903/1096 亿元，净利润为 2.39/10.35/13.76 亿元。

存量门店方面：截至 2022/2023 年末，公司门店数量为 1033/1000 家，2024 年公司大量关闭尾部经营不善的存量门店，截至 2024 年末，未调改的存量门店数量为 744 家。公司计划 2025 年将继续优化存量门店，关闭门店 250-350 家，2026 年完成存量门店的优化工作。考虑关店赔偿，预计 2025-2027 年，存量门店实现营收为 202/0/0 亿元，净利润为-8.53/-3.19/0.00 亿元。

（二）服务业务：2022-2024 年，公司服务业务实现营收 60/49/38 亿元，毛利率为 95.1%/94.7%/93.6%。预计伴随存量门店数量下降、公司推行去 KA 改革，服务业务收入持续收缩。我们预计 2025-2027 年服务业务收入为 13/0/0 亿元，净利润为 0.63/0.00/0.00 亿元。

综上,预计公司 2025-2027 年营业收入为 596/903/1096 亿元,同比增长-11.7%/51.3%/21.4%;净利润为-5.51/7.16/13.76 亿元。

我们选取超市公司红旗连锁、家家悦、步步高作为公司的可比公司,9月10日收盘价,对应可比公司平均 PS(2025E)、PS(2026E)为 1.26、1.07 倍,永辉超市 PS(2025E)、PS(2026E)为 0.79、0.52 倍。从行业层面看,2025 年 1 季度以来,我国消费者信心有所恢复,线下客流环比持续复苏,回归商品本质、提升消费者满意度为超市行业发展共识;从政策层面看,国家内需刺激政策持续出台且有望加码,助力消费需求恢复;从公司层面看,已调改门店日销显著提升,单店收入模型跑通,名创入局后,公司调改步伐及亏损门店调整节奏显著加快,供应链变革决心坚定,大幅减亏后,业绩弹性大。首次覆盖,给予“增持-A”评级。

表 10: 永辉超市盈利预测 (注: 预测年份不含非经损益)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
零售业						
调改门店数量 (家)	0	0	31	280	380	400
调改门店营收 (亿元)	-	-	25	382	903	1096
调改门店净利润 (亿元)	-	-	-	2.39	10.35	13.76
存量门店数量 (家)	1033	1000	744	245	0	0
存量门店营收 (亿元)	841	737	614	202	0	0
存量门店净利润 (亿元)				-8.53	-3.19	0.00
服务业						
收入 (亿元)	60	49	38	13	0	0
YOY		-17.3%	-22.8%	-67.1%	-	-
净利润 (亿元)				0.63	-	-
营业收入合计 (亿元)	901	786	676	596	903	1096
YOY		-12.7%	-14.1%	-11.7%	51.3%	21.4%
归母净利润合计 (亿元)	-25.65	-19.76	-24.10	-5.51	7.16	13.76
YOY						92.2%

资料来源: Wind, 山西证券研究所

4. 风险提示

存量门店同店销售恢复不及预期

若零售行业线下客流及客单价整体恢复程度不及预期，将对公司存量门店的销售造成负面影响，进而影响公司营业收入及业绩。

超市行业同质化竞争加剧

2024 年以来，多家超市企业开启门店调改工作，若行业同质化竞争加剧，将对公司客流及盈利能力带来负面影响。

门店调改进度不及预期

若公司调改门店销售情况表现不及预期、门店调改节奏放缓，将对公司营收及业绩造成负面影响。

公司与大连御锦股权转让款未能收回的风险

若大连御锦未最终向公司支付所欠股权转让款，将对公司资金造成负面影响。

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	19036	17271	16302	32987	29944
现金	5839	3996	3066	11258	11431
应收票据及应收账款	422	263	341	573	537
预付账款	1185	791	953	1687	1518
存货	8269	7058	6718	13873	10963
其他流动资产	3321	5163	5222	5596	5495
非流动资产	33016	25478	22818	21897	20089
长期投资	3232	2400	1617	867	107
固定资产	3854	3598	2683	3613	3790
无形资产	1038	735	613	327	24
其他非流动资产	24892	18745	17905	17090	16168
资产总计	52052	42749	39120	54883	50033
流动负债	24727	22727	19705	34676	28299
短期借款	5130	4938	4938	4938	4938
应付票据及应付账款	9816	8121	8002	16096	12969
其他流动负债	9781	9667	6765	13641	10392
非流动负债	21390	15693	15693	15693	15693
长期借款	350	0	0	0	0
其他非流动负债	21040	15693	15693	15693	15693
负债合计	46117	38420	35398	50369	43992
少数股东权益	-4	-110	-166	-89	61
股本	9075	9075	9075	9075	9075
资本公积	4315	4256	4256	4256	4256
留存收益	-6968	-8433	-9040	-8248	-6721
归属母公司股东权益	5939	4440	3889	4604	5980
负债和股东权益	52052	42749	39120	54883	50033

现金流量表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	4569	2191	-271	8840	176
净利润	-1465	-1639	-607	792	1526
折旧摊销	1597	1341	993	1106	1292
财务费用	1323	1138	1042	1339	1460
投资损失	-396	-522	-271	-397	-397
营运资金变动	1019	266	-1134	6477	-3161
其他经营现金流	2491	1608	-294	-478	-545
投资活动现金流	256	-1123	2232	690	1457
筹资活动现金流	-6572	-2932	-2890	-1339	-1460
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	-0.15	-0.16	-0.06	0.08	0.15
每股经营现金流(最新摊薄)	0.50	0.24	-0.03	0.97	0.02
每股净资产(最新摊薄)	0.65	0.49	0.43	0.51	0.66

利润表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	78642	67574	59645	90264	109557
营业成本	61940	53751	48313	72211	87098
营业税金及附加	218	214	163	261	321
营业费用	14680	13059	10873	16446	19830
管理费用	1887	1792	1556	2304	2602
研发费用	318	183	162	244	297
财务费用	1323	1138	1042	1339	1460
资产减值损失	-612	-218	1175	2545	2931
公允价值变动收益	-76	-298	-323	-232	-284
投资净收益	396	522	271	397	397
营业利润	-1476	-1287	-555	1031	1965
营业外收入	282	168	261	237	222
营业外支出	167	524	315	335	392
利润总额	-1361	-1644	-609	932	1795
所得税	103	-5	-2	140	269
税后利润	-1465	-1639	-607	792	1526
少数股东损益	-136	-173	-56	77	150
归属母公司净利润	-1329	-1465	-551	716	1376
EBITDA	394	-123	577	2123	3047

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	-12.7	-14.1	-11.7	51.3	21.4
营业利润(%)	55.2	12.8	56.9	285.9	90.6
归属于母公司净利润(%)	51.9	-10.3	62.4	229.9	92.3
获利能力					
毛利率(%)	21.2	20.5	19.0	20.0	20.5
净利率(%)	-1.7	-2.2	-0.9	0.8	1.3
ROE(%)	-24.7	-37.8	-16.3	17.6	25.3
ROIC(%)	-3.8	-5.4	-1.7	3.4	5.6
偿债能力					
资产负债率(%)	88.6	89.9	90.5	91.8	87.9
流动比率	0.8	0.8	0.8	1.0	1.1
速动比率	0.3	0.3	0.4	0.5	0.6
营运能力					
总资产周转率	1.4	1.4	1.5	1.9	2.1
应收账款周转率	165.2	197.5	197.5	197.5	197.5
应付账款周转率	5.6	6.0	6.0	6.0	6.0
估值比率					
P/E	-35.3	-32.0	-85.2	65.6	34.1
P/B	7.9	10.6	12.1	10.2	7.8
EV/EBITDA	173.8	-502.8	105.6	24.9	17.3

资料来源：最闻、山西证券研究所

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：

——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明:

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息,但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险,投资需谨慎。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下,公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期,公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的,还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履

何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则,公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明,禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构;禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定,且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人,提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所:

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话: 0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区金田路 3086 号大百汇广场 43 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

