



公司研究 | 深度报告 | 永辉超市 (601933.SH)

永辉超市深度报告：回归产品本质，启航品质新程

报告要点

我们认为，永辉超市在行业波动期仍保持龙头地位，破局求变深入改革，商品力和服务力得到大幅升级，以开放透明的合作型零供关系为基石，构筑长期竞争力。伴随闭店和调改逐步收尾，公司已进入纵深精细化运营阶段，有望提振收入，释放利润弹性。

分析师及联系人



李锦

SAC: S0490514080004

SFC: BUV258



罗祎

SAC: S0490520080019



张彦淳

SAC: S0490525080008

永辉超市 (601933.SH)

2026-01-30

永辉超市深度报告：回归产品本质，启航品质新程

公司研究 | 深度报告

投资评级 买入 | 维持

超市行业：穿越阶段挑战，前景逐渐明朗

2020-2025年，超市行业受制于需求平淡和竞争加剧，收入呈现下滑，同时由于低利润率和费用刚性的业态特征，企业盈利承压，当前处于减亏阶段，核心矛盾或在于提振收入。但也可以看到，线上实物零售的渗透率稳定在25%-30%之间；2021-2025年百城商铺租金水平或已下降超20%；2024年超市平均店效为2777万元，平均人效为125万元，分别是2002年的2.2倍、2.9倍，线上占比企稳、商铺租金下降、企业经营能力增强，行业或进入高质量发展阶段。

永辉复盘：行业龙头，底蕴深厚

永辉超市是本土大卖场龙头企业，深度参与了20多年来国内零售业态的快速变革，在管理经验和品牌心智上底蕴深厚。在快速发展期，永辉凭借生鲜供应链优势，实现了市占率提升；同时仓配基础设施扎实，物流费用率先提升后下降；但因拓店和新业务探索，放大了利润波动性。当前，永辉全国化布局已经完成，品牌知名度、生鲜供应链、物流体系等基础设施建设均有较好的基础，在此时点开启品质零售改革，不仅实现了企业自身纾困，更重要在于，深度参与了线下零售从商品“丰富度”向“质价比”进阶的必然趋势，升级供给能力，适配新的需求。

品质化改革：先破后立，重焕生机

对比美日经验来看，当人均GDP接近15000美元时，经济增速或人口结构的变化可能加速需求细分化，从而催生新的零售业态。2024年中国人均GDP达到13303美元，品质零售、折扣零售业态出现，供需从“丰富度”向“质价比”进阶。永辉超市于2024年5月开启调改，名创成为第一大股东后，内部晋升+外部引入相结合，快速打造了核心管理团队。截至2025Q3，永辉在强势区域关店率40%左右，弱势区域关店率50%-70%。通过去KA精选商品、食品深加工、优化薪酬机制，带来调改店客流显著增长，坪效明显提升，人效企稳，成效优于行业。

自有品牌：回归本质，产品驱动

经历了大幅闭店后，永辉在强势区域的门店数依然排名前列，而商品力有望成为新的驱动。行业内，由于零供双方对接不畅、专业能力不足，导致自有品牌开发成功率较低，全行业自有品牌占比仅有5%左右。2018年末，永辉推出自有品牌“永辉优选”，但占比较低；2025年永辉成立辉联供应链公司，加强自有品牌开发，提升食品日用品占比，目标培育亿元级大单品，推动自有品牌渗透率达到30%-40%，其中“品质永辉”侧重标准化基础款，“永辉定制”则侧重产品丰富度。在配料和工序更注重安全健康，并从专业性的角度向顾客传达原料和工艺的优势。

投资建议：看好品质永辉的焕新成长

我们认为，永辉超市在行业波动期仍保持龙头地位，破局求变深入改革，商品力和服务力得到大幅升级，以开放透明的合作型零供关系为基石，构筑长期竞争力。伴随闭店和调改逐步收尾，公司已进入纵深精细化运营阶段，单店店效预计能够进一步提升，叠加自有品牌战略有序推进，有望带动收入端企稳回升，改善盈利能力，释放利润弹性。预计2025-2027年EPS有望实现-0.24、0.07、0.15元，维持“买入”评级。

风险提示

1、居民收入预期偏弱，需求恢复偏慢；2、门店调改成效不及预期；3、行业竞争加剧，其他业态进一步冲击商超业态；4、盈利预测假设不成立或不及预期。

请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价(元)	4.51
总股本(万股)	907,504
流通A股/B股(万股)	907,504/0
每股净资产(元)	0.41
近12月最高/最低价(元)	6.58/3.78

注：股价为2026年1月29日收盘价

市场表现对比图(近12个月)



资料来源：Wind

相关研究

- 《永辉超市2025Q3季报点评：调改进入精细化纵深阶段》2025-11-12
- 《永辉超市2025年中报点评：深化供应链改革，零售主业毛利率提升》2025-09-11
- 《永辉超市2024年报和2025年一季报点评：坚持品质零售战略，聚焦供应链提质升级》2025-05-20



更多研报请访问
长江研究小程序

目录

超市行业：穿越阶段挑战，前景逐渐明朗.....	6
永辉复盘：行业龙头，底蕴深厚.....	7
品质改革：先破后立，重焕生机.....	12
自有品牌：回归本质，产品驱动.....	21
投资建议：看好品质永辉的焕新成长.....	26
风险提示.....	27

图表目录

图 1：超市代表性企业总收入及增速.....	6
图 2：超市代表性企业盈利能力.....	6
图 3：超市代表性企业门店数（家）.....	6
图 4：永辉超市同店增速和 CPI 走势.....	6
图 5：实物商品网上零售额占社零售总额比重.....	7
图 6：2021-2025 年中国百城商铺平均租金（元/日.平米）.....	7
图 7：中国超市行业门店数和平均店效.....	7
图 8：中国超市行业平均人效（万元/人）.....	7
图 9：永辉超市发展历程.....	8
图 10：永辉超市收入和利润复盘.....	9
图 11：永辉超市进入新省份的年份以及净开店数（家）.....	9
图 12：永辉云创营收和净利润（亿元）.....	10
图 13：永辉超市的收入结构.....	11
图 14：2024 年永辉超市在大卖场行业的市占率 12%，排名第一.....	11
图 15：永辉超市分业务毛利率.....	11
图 16：永辉超市零售业务中分品类毛利率.....	11
图 17：永辉超市物流费用率.....	12
图 18：2024 年永辉超市物流体系.....	12
图 19：中美日人均 GDP（现价美元计价）.....	13
图 20：国内线下零售商品供需变迁.....	13
图 21：山姆、盒马、胖东来中国销售额.....	14
图 22：永辉调改的重要时间节点.....	14
图 23：永辉超市门店数（家）.....	14
图 24：2024 年永辉超市股权结构.....	15
图 25：2025Q3 永辉超市股权结构.....	15
图 26：2024 年以来永辉超市管理层变化.....	15
图 27：2023-2025H1 永辉超市门店总数变化（家）.....	16
图 28：2025Q3 调改门店区域布局（家）.....	16
图 29：永辉超市分业务毛利额占比.....	17
图 30：日本超市行业平均经营面积逐步缩小（m ² ）.....	18
图 31：日本超市行业平均坪效（万日元/平/年）.....	18

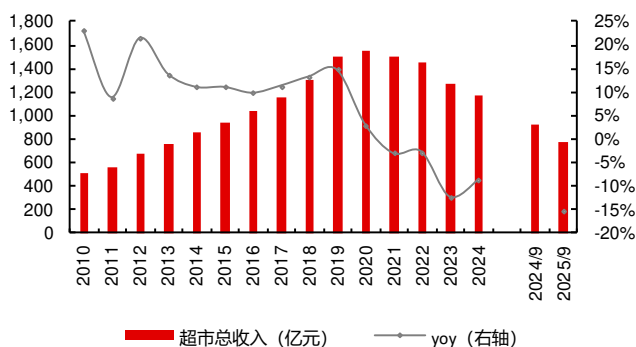
图 32: 永辉调改店增加熟食烘焙产品	18
图 33: 2024 年日本超市的品类结构	19
图 34: 日本超市各种品类的毛利率	19
图 35: 胖东来各级别员工的月均工资（实发，不含税和社保，元）	19
图 36: 胖东来员工流失率远低于行业水平	19
图 37: 2024 年超市行业调改后销售额变化情况	20
图 38: 永辉超市调改店增加熟食类商品	20
图 39: 永辉超市调改店客流大幅增长	20
图 40: 永辉超市坪效（万元/平/年）	21
图 41: 永辉超市人效（万元/人/年）	21
图 42: 供应商开发自有品牌面临的主要问题（2024 年调研）	22
图 43: 产品数占 4% 的自有品牌商品的供货额占 80%（2024 年）	22
图 44: 中国超市 TOP100 企业的自有品牌销售额占比	22
图 45: 2024 年以前“永辉优选”旗下的细分自有品牌	23
图 46: 2023 年供应商开发的自有品牌产品占比（分品类）	23
图 47: 永辉自有品牌“永辉优选”销售额及占比	24
图 48: 部分零售企业的自有品牌销售额占比	24
图 49: “品质永辉”和“永辉定制”自有品牌	24
图 50: 自有品牌“品质永辉”质价比定位	25
图 51: 永辉规划的亿元级自有品牌单品数量（个）	25
图 52: 永辉“田趣”大米的宣传资料	25
图 53: “品质永辉”东北长粒香大米的宣传资料	25
表 1: 永辉超市采购体系（据 2010 年招股书）	10
表 2: 中国超市百强榜单 TOP10（按销售额排序）	12
表 3: 永辉超市管理层（截至 2025Q3）	15
表 4: 胖东来超市的商品销售额结构	17
表 5: 永辉调改店精选商品	17
表 6: 永辉超市（北京通州万达店）招聘薪酬（元）	19
表 7: 代表性超市企业分区域门店数（家）	21
表 8: 2024 年及以前的永辉自有品牌策略	23
表 9: 永辉超市部分自有品牌“品质永辉”商品信息	25
表 10: 公司收入利润敏感性分析（亿元）	27

超市行业：穿越阶段挑战，前景逐渐明朗

2020-2025 年，超市行业受制于需求平淡和竞争加剧，收入呈现下滑，同时由于低利润率和费用刚性的业态特征，企业盈利承压，当前处于减亏阶段，核心矛盾或在于提振收入。2020 年以前，经济增长驱动超市行业快速扩张，采购端的规模效应逐步体现，叠加商品升级，行业毛利率稳步提升，而拓店的费用投放相应增加，行业净利率稳定在 2%-3% 的水平。

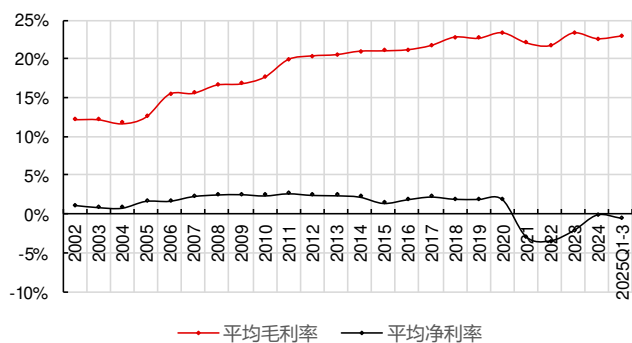
2020-2025 年，超市行业受到：电商渗透加速提升、社区拼团等新业态的竞争分流，同店增速承压，尾部弱店开始逐步关闭调整，导致收入在 2020 年达峰后持续下滑；毛利率受竞争影响出现阶段性下降，2023 年后得到修复，但由于租金/人工等费用偏刚性，费用率被动提升，净利率仍然承压，超市行业进入减亏阶段，核心矛盾或在于提振收入。

图 1：超市代表性企业总收入及增速



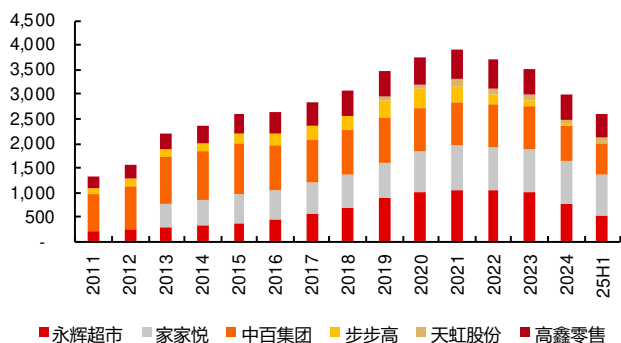
资料来源：Wind，长江证券研究所（样本企业选取：永辉超市、步步高、红旗连锁、中百集团、三江购物、家家悦、国光连锁，下同）

图 2：超市代表性企业盈利能力



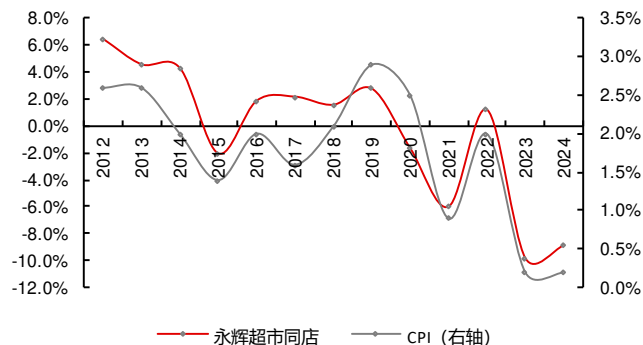
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 3：超市代表性企业门店数（家）



资料来源：公司公告，长江证券研究所（只取超市业态的门店数，不含百货业态）

图 4：永辉超市同店增速和 CPI 走势

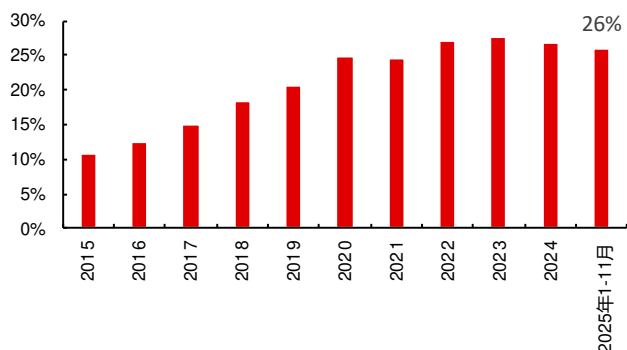


资料来源：国家统计局，公司公告，长江证券研究所（2012-2019 年为披露值，2020 年后为测算值）

但也可以看到，线上占比企稳、商铺租金下降、企业经营能力增强，行业有望进入高质量发展的阶段。2023-2025 年，线上实物零售的渗透率稳定在 25%-30% 之间，提升速

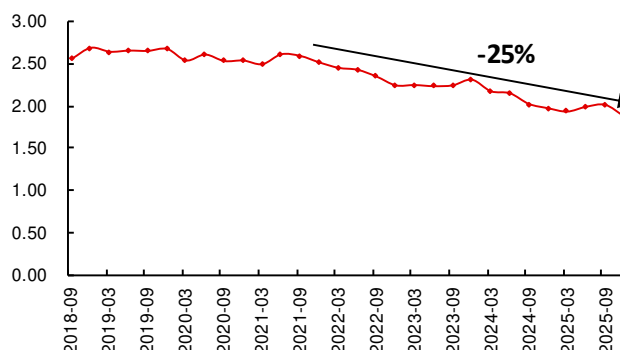
度逐步放缓；线下零售渠道优化调整，使得 2021-2025 年百城商铺租金水平或已下降超 20%；同时，按国家统计局口径（含大中小超市业态），2024 年超市平均店效为 2777 万元，平均人效为 125 万元，分别是 2002 年的 2.2 倍、2.9 倍，超市行业的店效和人效提升，反映出整体经营能力增强，行业有望进入高质量发展阶段。

图 5：实物商品网上零售额占社零售总额比重



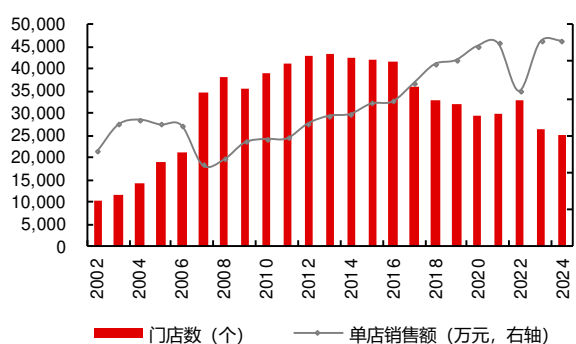
资料来源：国家统计局，长江证券研究所

图 6：2021-2025 年中国百城商铺平均租金（元/日·平米）



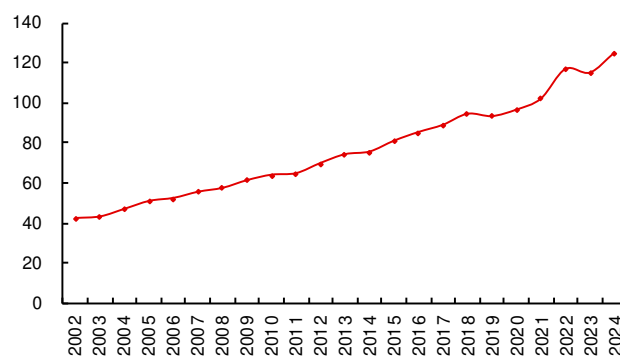
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 7：中国超市行业门店数和平均店效



资料来源：国家统计局，长江证券研究所

图 8：中国超市行业平均人效（万元/人）



资料来源：国家统计局，长江证券研究所

我们认为，超市行业经历了阶段性扰动，也使得部分弱势供给出清，存量企业提升经营效率，中长期而言线下零售仍占据主要的居民消费场景，或将进入高质量发展阶段，其中永辉等头部企业通过深度变革，有望优化供给，适配新的需求。

永辉复盘：行业龙头，底蕴深厚

永辉超市是本土大卖场龙头企业，深度参与了 20 多年来国内零售业态的快速变革，在管理经验和品牌心智上底蕴深厚，当前阶段破釜沉舟，实施品质化调改。永辉超市从福建起家，首店开业于 1998 年，在行业高速发展期，率先深耕福建和重庆市场形成区域优势，并在 2010 年上市后加速全国化拓店，2009 年单店营业额已经达 1 亿元，2013 年重庆永辉销售额占比达 1/3 左右。2014-2019 年，电商崛起和消费升级成为线下零售

的危与机，永辉开始尝试多业态孵化、同业股权合作。2020年后，宏观因素、竞争加剧持续冲击超市行业，同时质价比的消费心智逐步成为主流，永辉于2024年5月在胖东来的帮扶下开启品质零售调改。

图 9：永辉超市发展历程

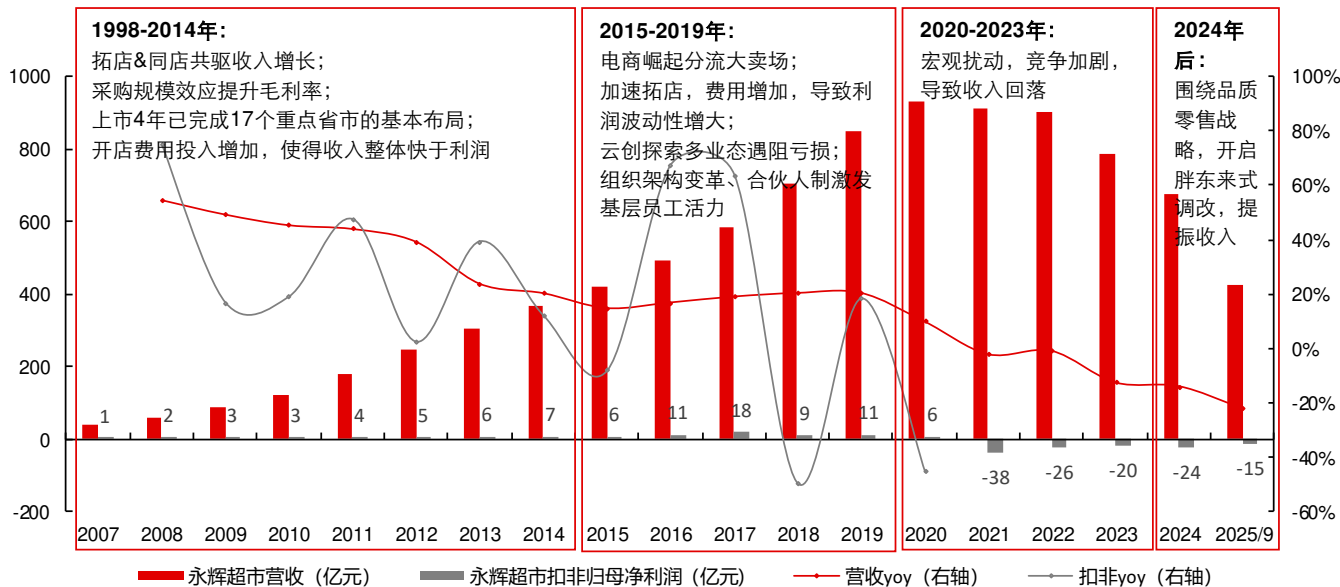
	经济高速增长，超市行业规模快速扩张，商品供给从无到有					电商崛起冲击线下零售，消费升级					宏观冲击，电商和社区拼团等扰动格局，质价比消费							
	1998	2004	2009	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	
经营进展	开设首店——福州市火车站永辉超市	门店数达到50家，集团营业额达到20亿元，进入全国超市零售业百强；进入重庆市	营业额超100亿，门店突破100家	加速进入华中、江浙市场	推出Bravo会员店，定位精品超市	重庆永辉超市销售额突破100亿元，占当年永辉收入的约1/3		成立永辉云创负责新业态探索，在上海开设会员店	推出永辉生活超市服务	超级物种首店	永辉云创出“海鲜餐饮+超市”	探索永辉Mini社区店500平左右	门店数突破1000家	首家仓储店（福州奥体店）开业，定位天天平价			试水正品折扣店	在胖东来帮扶下，开启品质零售调改
股权结构								永辉非公开发行张轩松、张轩行股票，永辉公司57亿元入股，持股19.99%	永辉非公开发行张轩松、张轩行股票，京东宁转让股份给永辉，持股43亿元入股，持股10.0%	腾讯入股，持股5.00%							9月公告，名创拟入股29.4%成为第一大股东	
战略合作							永辉超市与中百集团签订了《战略合作框架协议》，年末永辉持有中百集团20%股权，同时向中百集团派驻两名董事，核算转为长期股权投资。	永辉受让联华超市的股权，持股21.17%	永辉对中百集团的持股比例提升至29.86%	永辉继续受让红旗连锁股份，持股21.00%			永辉减持中百集团至9.93%				永辉减持中百集团，不再持有。永辉转让红旗连锁股份，持股11.00%	

资料来源：公司公告，公司官网，长江证券研究所

复盘来看，永辉主要经历了四个发展阶段：

- 1) 1998-2014 年：拓店&同店共同驱动收入高速增长。**家乐福、沃尔玛分别于 1995、1996 年进入中国，区别于品类分散且商品较少的小店，全新的大卖场业态能够满足“一站式购齐”的需求，开启了大卖场行业的蓬勃发展。在此期间，永辉在福建和重庆市场形成区域优势，2010 年上市后开始布局其他省市，门店数和同店共同驱动收入增长。
- 2) 2015-2019 年：电商崛起，永辉拓店加速，并通过多业态探索和内部机制变革寻求突破。**2015 年，全国实物商品电商渗透率突破 10%，天猫和京东进入高速发展期，拼多多同年成立，电商对大卖场形成分流。在此期间，永辉加速展店开拓新市场，总店数从 2014 年的 330 家扩张至 2019 年的 911 家；同时，2015 年永辉云创成立，从多业态的角度探寻电商冲击下的线下细分增长机遇，超级物种店、永辉生活店、会员店、Mini 社区店等新店型相继落地，但经历业态创新阵痛。内部机制上，永辉重新划分业务集群并实施赛马机制，通过合伙人“盈利即分红”，激发基层员工创收创利的积极性。
- 3) 2020-2023 年：宏观扰动，竞争加剧，导致收入利润承压。**线下场景受阻使得电商渗透率进一步提升，叠加 2020 年社区拼团分流生鲜品类，期间永辉维持门店数基本稳定，主因同店下滑导致收入承压，叠加费用刚性以及闭店损失的提前计提，引致亏损。
- 4) 2024-2025 年：转型品质零售战略，闭店和调改同步推进，增强盈利能力。**在行业压力持续背景下，永辉寻求主动转型，从 2024 年 5 月开始接受胖东来超市的帮扶调改，重塑零供关系和员工薪酬体系，快速关闭尾部弱店，总店数从 2023 年 1000 家减少至 2025Q3 的 450 家，调改店收入大幅提升，盈利能力显著增强。

图 10: 永辉超市收入和利润复盘

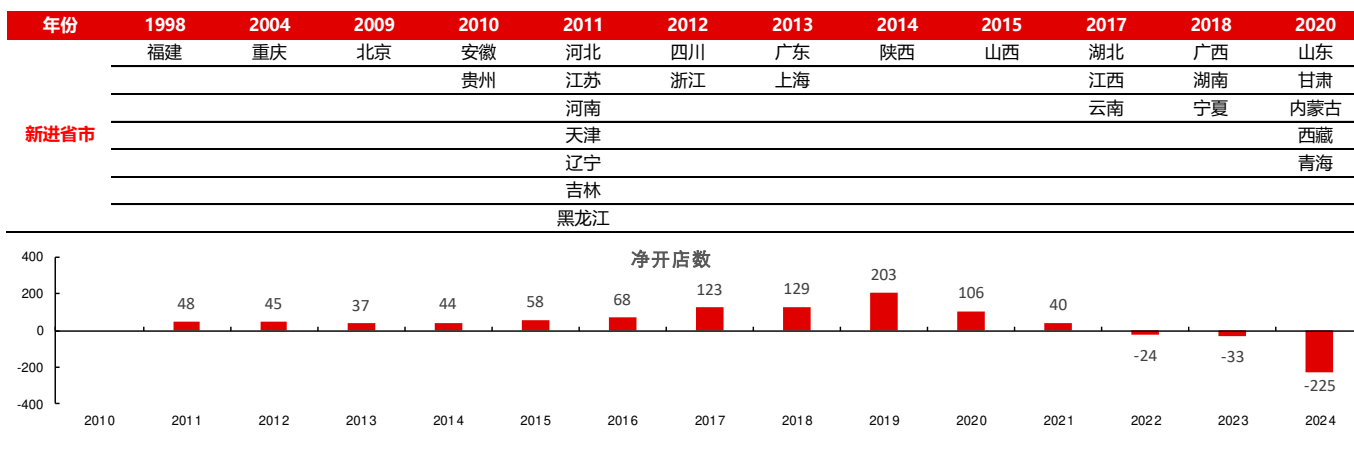


资料来源:公司公告,长江证券研究所

历史上永辉因拓店和新业务探索,放大了利润的波动,但伴随门店数优化企稳,聚焦品质店型,利润增速的波动性有望收敛。超市作为人员密集、长链路、多环节的业态,且面临区域分割的流通体制,因而跨区经营的管理难度本身较大,培育时间较长。

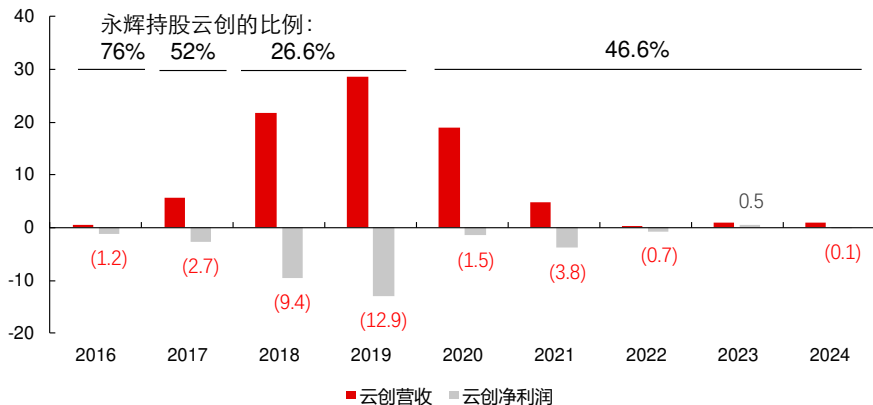
2007-2019年,永辉收入和扣非净利润的复合增速分别为30%、20%,利润整体慢于收入,且利润增速波动性较大,或主因在拓店期,通常费用先投,而门店创收和盈利则需培育期。尤其在2017-2020年,公司加速拓店,进入11个新的省份,导致利润波动性增大。此外,2017-2021年永辉云创业务遇阻亏损,也对归母净利润带来一定拖累。

图 11: 永辉超市进入新省份的年份以及净开店数(家)



资料来源:公司公告,长江证券研究所

图 12: 永辉云创营收和净利润 (亿元)



亿元	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
云创净利润	-1.2	-2.7	-9.4	-12.9	-1.5	-3.8	-0.7	0.5	-0.1
归母净利润或权益法下投资收益	-0.9	-1.4	-2.5	-3.4	-2.3	-6.5	0.4	0.9	0.8
少数股东损益	-0.3	-1.3	-6.9	-9.5	0.8	2.7	-1.0	-0.5	-0.8

资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

回顾永辉的快速发展期, 由于生鲜品类“高频、非标、易损耗”的属性而较难电商化, 永辉凭借生鲜供应链优势, 实现了市占率提升。区别于标品为主的沃尔玛、家乐福等大卖场, 永辉充分发挥生鲜的全国统采和区域直采优势, 形成差异化竞争。

1) 永辉生鲜以区域直采为主, 大部分的生鲜农产品来自当地采购, 保证新鲜度、降低采购成本和流通成本, 同时适当在当地批发市场采购, 调节保障货源。

2) 全国统采方面, 永辉对于规模大、易保存的商品 (大米、苹果等), 进行基地采购, 确保大批量采购的稳定性和安全性, 并搭配全国各地的采购中心, 对季节性和地方特色农产品进行远程采购, 增加商品丰富度。

由此, 永辉超市历史上生鲜及加工品类收入占比维持在 45%左右, 高于同业水平¹, 而生鲜品类具备“高频、非标、易损耗”的属性, 使得永辉在电商冲击下也实现了市占率的快速提升。

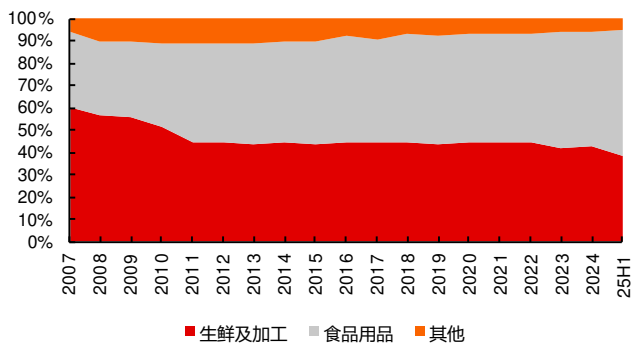
表 1: 永辉超市采购体系 (据 2010 年招股书)

品类	采购方式	具体措施
生鲜	基地采购 (全国统采)	向农产品合作基地或自建基地进行订单采购
	远程采购 (全国统采)	在全国各地建立采购中心, 与农户保持长期跟踪联系, 对季节性、地方特色的农产品直接到农田果园进行大批量采购
	当地采购 (区域直采)	公司主动寻找当地种植农户进行合作, 降低了采购成本, 减少了农产品流通环节
	批发市场采购 (区域直采)	通过各地的农产品批发市场采购
食品日用品		绝大多数为区域采购, 少部分全国性品牌产品也实施全国统一采购

资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

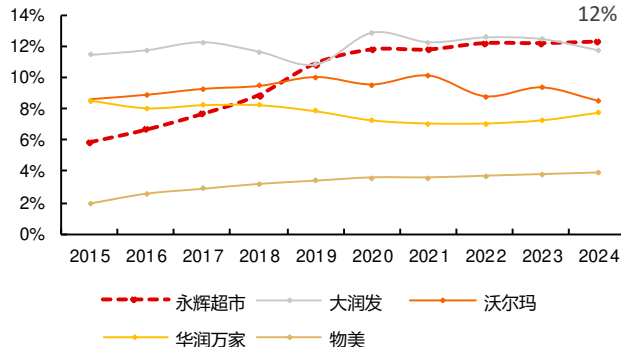
¹ 2025 年沃尔玛社区店型的生鲜占比约 30% (引自联商网); 2018 年家乐福中国的生鲜占比约 18% (引自界面新闻)。

图 13: 永辉超市的收入结构



资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

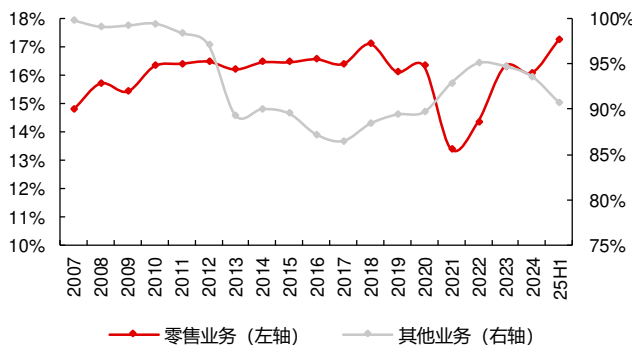
图 14: 2024 年永辉超市在大卖场行业的市占率 12%, 排名第一



资料来源: 欧睿, 长江证券研究所

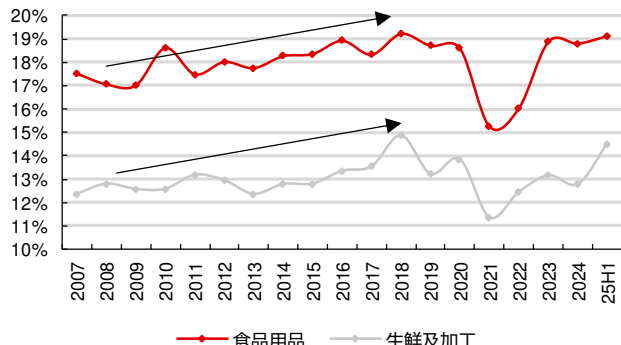
同时永辉采购端具备规模效应, 采购成本下降, 品类毛利率提升。2010-2020 年, 永辉零售业务毛利率基本稳定在 16%-17%, 主要由于高毛利率的服装品类收入占比下降, 实际上生鲜及加工、食品用品的毛利率均呈现稳步提升, 反映出采购的规模效应。

图 15: 永辉超市分业务毛利率



资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

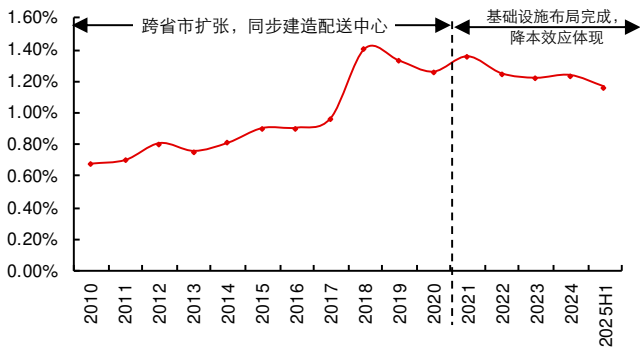
图 16: 永辉超市零售业务中分品类毛利率



资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

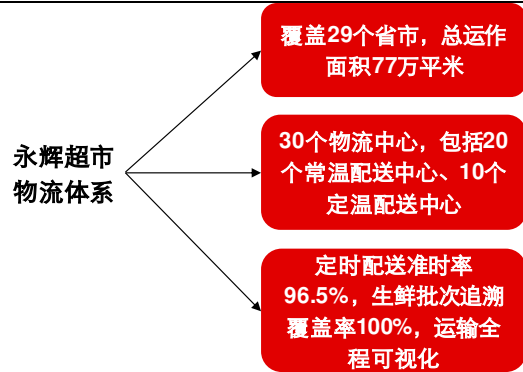
仓配基础设施扎实, 物流费用率先提升后下降。超市企业在当地发展到一定规模时, 物流体系的降本效应才会明显体现。因此, 永辉上市前门店先行, 将福建和重庆发展为强势区域, 当时只有福州市闽侯县配送中心, 在重庆设置小型的配送中转站。2010 年上市后, 相继建造福建福州、四川彭州等多个配送中心, 但由于 2010-2020 年是永辉开疆扩土的十年, 跨区域的配送费用高, 所以物流费用率有所增加。2020 年后, 永辉全国化的仓配基础设施布局完成, 2024 年永辉物流体系覆盖 29 个省市, 总运作面积 77 万平米, 拥有 30 个物流中心, 协同效应体现, 物流费用率稳步下降。

图 17: 永辉超市物流费用率



资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

图 18: 2024 年永辉超市物流体系



资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

当前阶段来看, 永辉全国化布局已经完成, 无论是品牌知名度, 还是生鲜供应链、物流体系等基础设施建设, 均有较好的基础, 在需求波动期, 依然保持了行业头部的地位。在此时点开启品质零售改革, 留存优质门店进行升级, 我们认为不仅实现了企业自身纾困, 更重要的意义在于, 深度参与了线下零售从商品“丰富度”向“质价比”进阶的必然趋势, 升级供给能力, 适配新的需求。

表 2: 中国超市百强榜单 TOP10 (按销售额排序)

序号	名称	2019 年		名称	2024 年	
		含税销售额(亿元)	门店数量(个)		含税销售额(亿元)	门店数量(个)
1	华润万家	951	3,234	沃尔玛 (含山姆)	1,588	334
2	大润发	947	414	大润发	764	505
3	永辉超市	932	911	盒马鲜生	750	420
4	沃尔玛 (含山姆)	823	442	永辉超市	732	775
5	联华	546	3,381	物美、麦德龙	579	918
6	盒马鲜生	400	250	联华	486	3,152
7	物美	379	475	华润万家	481	2,200
8	家乐福	313	233	家家悦	299	902
9	家家悦	276	755	中百仓储	180	714
10	步步高	243	355	钱大妈	136	2,959

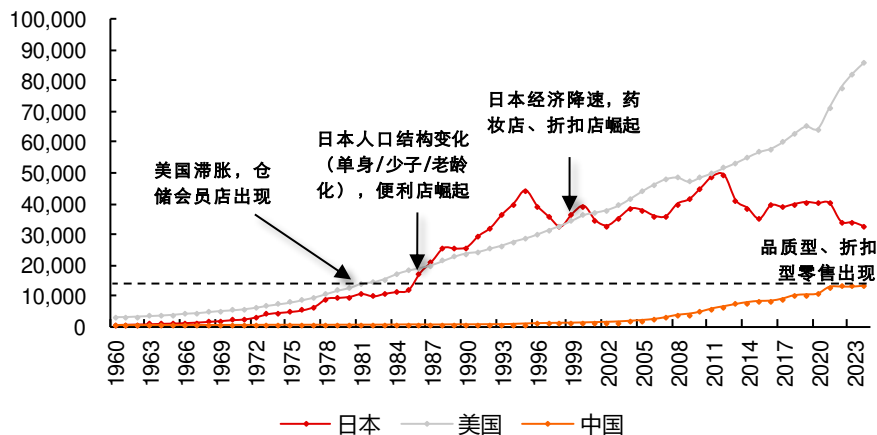
资料来源: 中国连锁业经营协会, 长江证券研究所

品质改革: 先破后立, 重焕生机

对比美日经验来看, 当人均 GDP 接近 15000 美元时, 经济增速或人口结构的变化可能加速需求细分化, 从而催生新的零售业态。美国和日本在 1980 年代达到人均 GDP 15000 美元左右。1970-1980 年代美国经济陷入滞胀, 高失业率增加了消费者对低价商品的需求, 仓储会员店的代表 Costco 和山姆会员店于 1983 年在美国成立。1980 年代, 日本人口结构逐步走向单身/少子/老龄化, 单身白领和老年人的便利即时性需求增加, 便利店业态崛起; 1990 年代日本经济降速, 进入消费理性化阶段, 质价比定位的药妆店和折扣店崛起。

2024 年中国人均 GDP 达到 13303 美元，经济进入高质量发展阶段，品质零售、折扣零售业态出现，商品供给从“丰富度”向“质价比”进阶，顺应优质优价的消费需求。

图 19：中美日人均 GDP（现价美元计价）



资料来源：世界银行，长江证券研究所

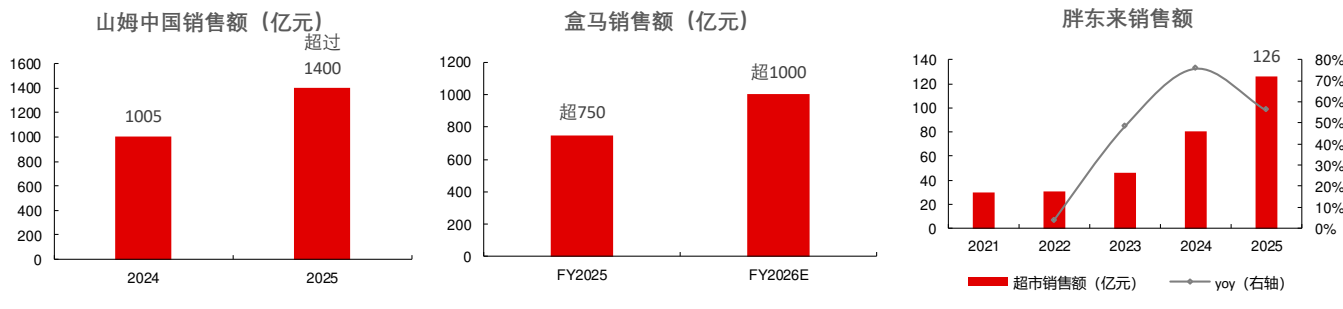
图 20：国内线下零售商品供需变迁



资料来源：长江证券研究所

以山姆会员店、盒马、胖东来为代表的品质零售企业实现高速增长。山姆会员店针对家庭客群的品质需求，发力线上配送，2025 年山姆中国销售额超过 1400 亿元，同比增长约 40%。2025 年，盒马鲜生进入了 40 个新城市，超盒算 NB 新开门店超过 200 家，预计盒马整体营收同比增速超 40%。胖东来是河南许昌和新乡的区域型超市龙头，凭借 DL 自有品牌、熟食烘焙优势品类和细致服务出圈，2025 年超市销售额达 126 亿元，同比增长 56%。对比 2025 年全国限额以上超市零售额同比增长 4.3%，品质零售企业增速显著更优。

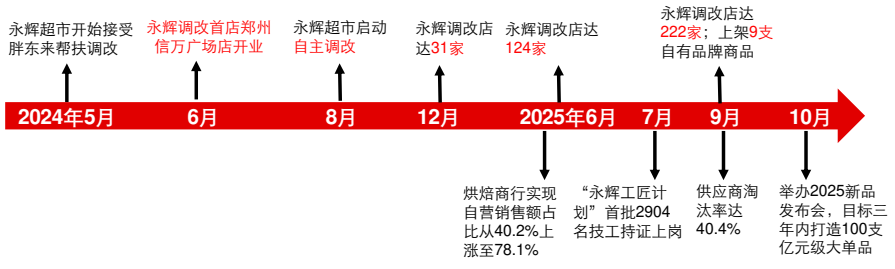
图 21: 山姆、盒马、胖东来中国销售额



资料来源: 官方公众号, 商业观察家, 职业零售网, 长江证券研究所

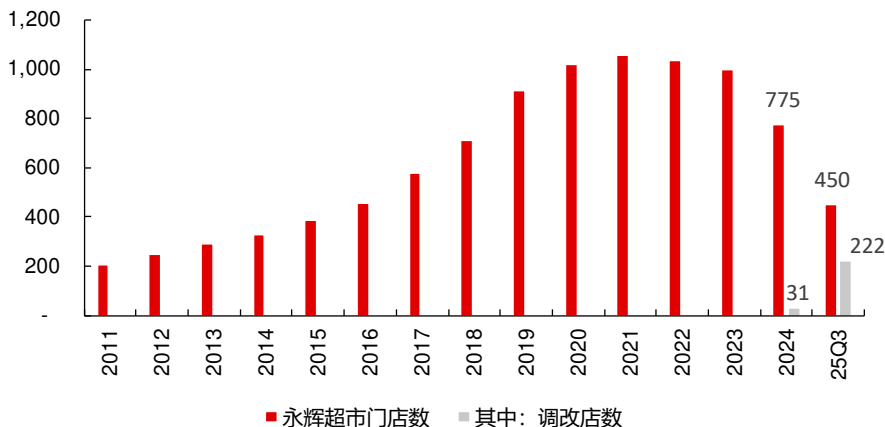
永辉超市于 2024 年 5 月在胖东来帮扶下开启调改, 围绕品质零售战略转型, 闭店与调改并行, 进入精细化纵深阶段。2024 年永辉超市新增调改店 31 家, 净关店 225 家; 2025 年除了前端的调改和闭店进一步加速外, 永辉还在后端发力, 提升烘焙自营比例、标准化培训技工、精简供应商、开始打造亿元级自有品牌商品, 增强了商品和服务的综合竞争力, 迈向“亿万主流家庭品质生活的默认选项和信任基石”。

图 22: 永辉调改的重要时间节点



资料来源: 公司公告, 公司官网, 长江证券研究所

图 23: 永辉超市门店数 (家)

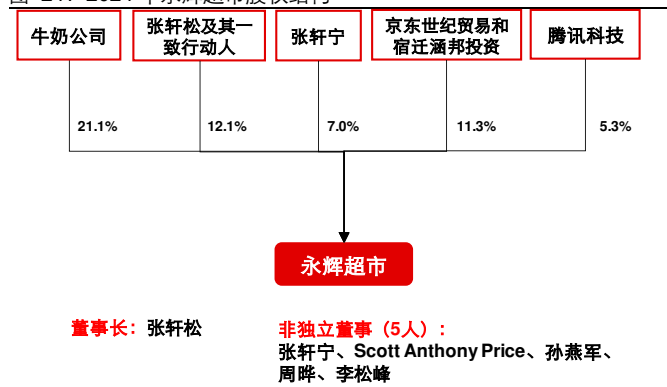


资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

名创入股成为第一大股东后，内部晋升+外部引入相结合，快速打造了核心管理团队，同时引入外部专业高管，重塑人才梯队，支撑了调改的深入推进。2024年9月23日，永辉超市发布公告，公司股东牛奶公司、京东世贸和宿迁涵邦拟通过协议转让向名创优品的全资子公司骏才国际合计转让其所持有的永辉超市29.40%的股份²。

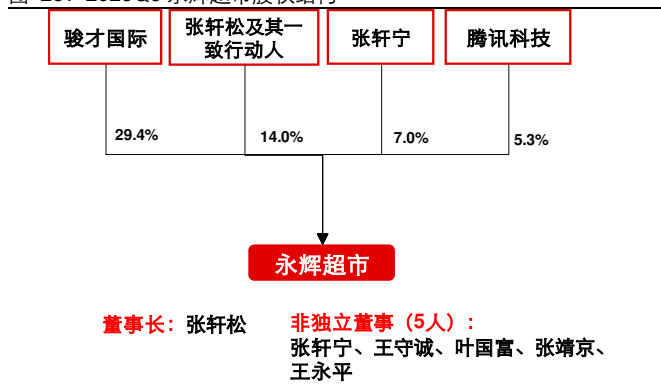
公司重新梳理员工梯队，2025年迅速开展了组织结构调整和人才引进——新董事会推动永辉内部骨干担任董事、CEO、副总裁等核心岗位，为管理层注入新鲜血液；与联商网董事长及联商东来商业研究院院长庞小伟先生合作成立全资子公司辉联供应链，加速自有品牌开发；2025年初成立改革领导小组，叶国富先生任组长，带领骨干成员推动调改深入；并聘任山姆/盒马背景的首席产品官余咸平先生，加强商品团队的专业能力。

图 24：2024 年永辉超市股权结构



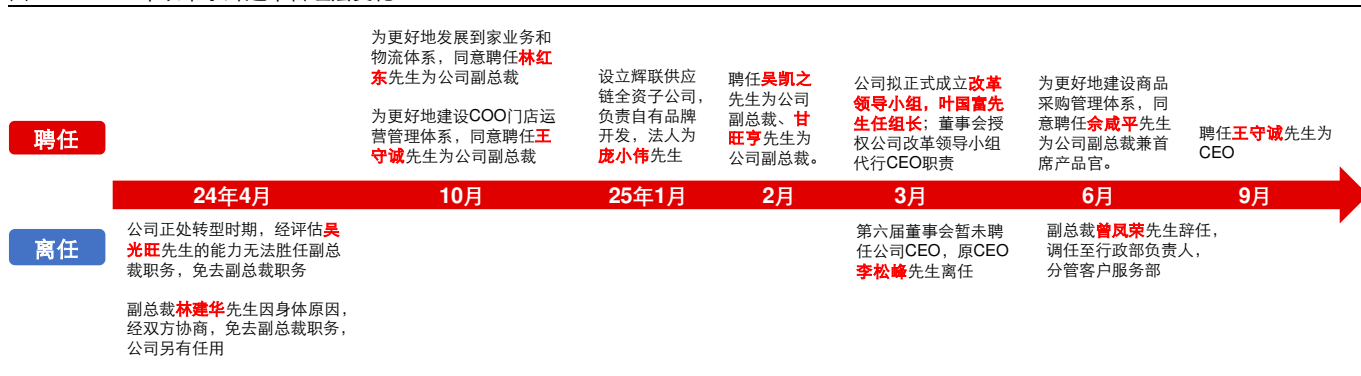
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 25：2025Q3 永辉超市股权结构



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 26：2024 年以来永辉超市管理层变化



资料来源：公司公告，长江证券研究所

表 3：永辉超市管理层（截至 2025Q3）

姓名	职务	简介
张轩松	董事长，董事	中国国籍全国政协委员，现任永辉超市董事长兼法人代表。
张轩宁	董事	永辉超市、永辉云创科技有限公司创始人，现任永辉超市董事。自 2000 年创业以来，先后创立永辉生鲜超市、彩食鲜中央工厂、永辉生活、超级物种等多种零售业态。
王永平	董事	现任名创优品独立非执行董事。自 2016 年 8 月起担任全联房地产商会商业地产工作委员会会长，2018 年 4 月起担任中国商业经济学会副会长。2014 年 3 月至 2020 年 2 月，担任北京斯佩里房地产经纪有限公司董事；2011 年 4 月至 2020 年 12 月，担任中商联盟（北京）房地产咨询有限公司的执行总经理。

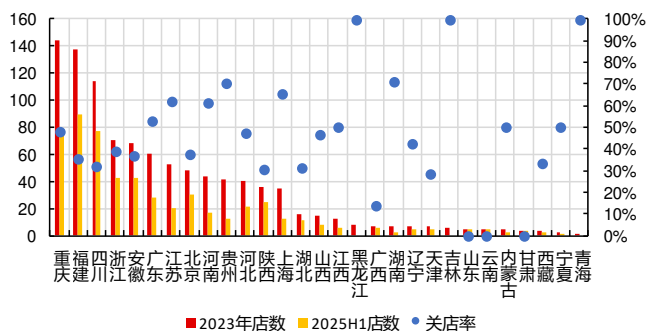
² 交易完成后，骏才国际尚未控制半数以上董事席位，因而截至 2025 年末永辉为无实控人，无控股股东状态。

叶国富	董事	现任名创优品执行董事、董事会主席兼首席执行官。叶国富先生为名创优品集团执行董事和创始人，负责名创优品集团的整体战略、业务发展和管理。
张靖京	董事	现任名创优品首席财务官。自 2022 年 9 月起名创优品集团资本市场副总裁，自 2021 年 1 月起担任名创优品集团资本市场总监。职业生涯开始于普华永道，是特许金融分析师及中国注册会计师协会非执业会员，于 2011 年 6 月获得南开大学世界历史与工商管理双学士学位。
王守诚	职工董事，首席执行官，副总裁	北京大学研究生学历。现任永辉超市董事、CEO、改革领导小组副组长，兼任运营支持部负责人、筹建支持部负责人、福州大区总经理。2017 年研究生毕业后，以“融才”管培生身份加入永辉，历任公司副总裁、CEO 业务助理、集群运营合伙人、福建省区人力资源合伙人、闽赣省区人力资源总监、上海省区总经理。
罗雯霞	副总裁	分管公司门店拓展管理、招商、法务及公共事务。历任重庆大世界购物中心楼层经理；香港智尊商业策划公司部门经理；永辉超市华西大区拓展部经理、总监及全国项目拓展总监等职。
林红东	副总裁	兼任物流中心总经理。历任集团 ERP 项目高级工程师，重庆永辉云创线上运营合伙人，福建永辉到家业态总经理，陕西线上运营总监、四川线上运营部总监。林红东先生 2021 年 1 月至 2023 年 1 月在美国买菜事业部担任销售及客户服务负责人，有力地建设及推进线上及物流管理体系。
甘旺亨	副总裁	现任永辉超市京津冀冀鲁省区总经理，历任安徽、江苏等地门店店长、江苏省区南京区总、江苏线下运营合伙人、上海省区总经理、广东省区总经理等职务。
余咸平	副总裁，首席产品官	毕业于中国人民大学商学院，于 2025 年 5 月入职永辉。此前余咸平先生先后担任沃尔玛山姆会员店全国生鲜采购总监；阿里巴巴盒马鲜生生鲜采购总监等职；2022 年加入阿里巴巴大润发会员店项目，担任采购总经理。
吴凯之	副总裁，财务负责人	兼任财务总监。英国特许公会会计师及国际特许金融分析师，拥有厦门大学企业管理学学士及伦敦政治经济学院公共管理硕士学位。历任普华永道（伦敦）审计及交易咨询经理、复星集团企业发展部投资总监、香港怡和集团战略部投融资主管、永辉超市食品用品板块供应链财务负责人。
黄晓枫	董事会秘书	福州大学硕士，英语专业八级，法律职业资格，CATTI 口译三级；历任福建省电子信息集团全资附属企业福建省和信科工集团有限公司国际事业部经理兼总经理助理、永辉超市董事会办公室经理、证券事务代表。

资料来源：公司公告，长江证券研究所（标黄为永辉系高管）

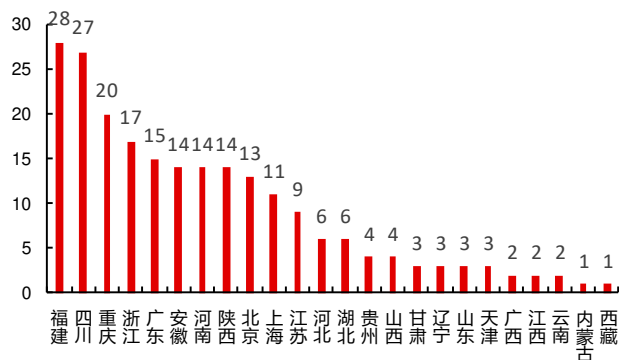
从闭店角度看，截至 2025Q3，永辉在强势区域关店率 40%左右，弱势区域关店率 50%-70%，退出黑龙江、吉林、青海市场。2025Q3 对比 2023 年，永辉大幅清退尾部弱店，即使在福建、川渝、浙江、广东等强势区域也精简了约 40%的门店，在贵州、湖南、江西等偏薄弱区域则减少了 50%-70%的门店，并退出黑龙江、吉林、青海等偏远市场，集中资源重点投入留存门店的升级改造。

图 27：2023-2025H1 永辉超市门店总数变化（家）



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 28：2025Q3 调改门店区域布局（家）



资料来源：公司公告，长江证券研究所

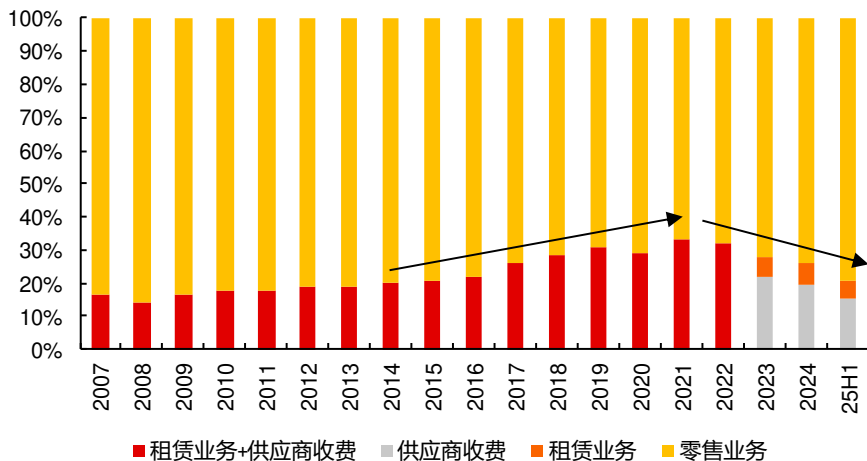
从调改角度看，核心在于去 KA 精选商品、食品深加工、以及优化薪酬机制，具体来看：

1) 通过“去 KA 模式”减少收取通道费，超市重新掌握选品的主导权，按需求精选商品。通道费 (slotting fee) 是指大型零售企业凭借市场支配地位向供应商收取的进场费、条码费、堆头费等费用，起源于 20 世纪下半叶欧美零售业崛起、渠道供不应求、零售企业议价权占优的时代，超市企业逐步与大品牌商绑定形成 KA 模式 (Key Account, 重

点客户),但也使得超市丧失选品权,中小供应商进场门槛提高,导致商品供需错配、选品同质化、以及顾客流失。

永辉调改坚定推动“去KA模式”的供应链变革,减少收取通道费,从而重新主导选品,大幅调整商品结构至胖东来的标准的80%及以上,精选商品以提高需求适配度。因而“供应商收费”的毛利额占比逐步下降,“民生、基础和功能型”为主的优质商品带动零售毛利额占比提升。

图 29: 永辉超市分业务毛利额占比



资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

表 4: 胖东来超市的商品销售额结构

门店类别	对应门店	门店定位	商品结构占比标准				
			民生	基础	功能	时尚	价值
A 类	天使城、时代广场、大胖	精品超市	35%	10%	25%	20%	10%
B 类	金三角店、禹州店、许昌生活广场、北海店、小胖	生活超市	40%	20%	25%	10%	5%
C 类	劳动路店、人民路店、金汇点、云鼎店	社区超市	55%	20%	20%	5%	0%

资料来源: PLF 跨采自有品牌展, 长江证券研究所

超市精选商品, 减少冗余的 SKU 数, 有望缩小单店经营面积并提升坪效。以日本超市经验来看, 家庭规模缩小使得单次购买量减少, 消费习惯从“一站式购齐”向“碎片化采购”转变, 促使日本超市的选品精细度提升, 2025 年平均经营面积逐步缩小至 1300 平左右, 坪效则提升至 134 万日元 (约合人民币 6.4 万元/平/年)。永辉系统性调整商品结构, 大幅汰换原有商品, 引入进口品和当地特色品、孵化爆款单品, 整体 SKU 数稳中有降, 或能缩小经营面积, 提升坪效。

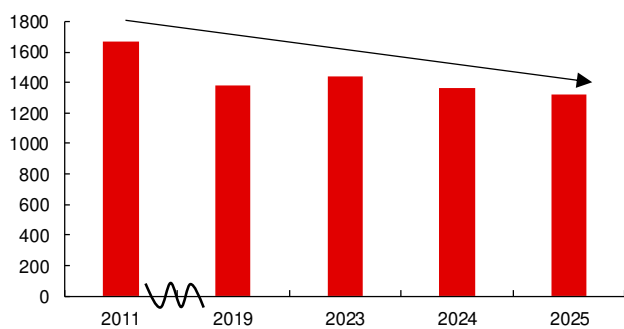
表 5: 永辉调改店精选商品

样本调改店	精选商品
北京旧宫店等 5 家	平均汰换商品超 50%, 进口商品占比提升至 11%-21%。
济南龙湖北宸天街店等 9 家	普遍汰换原有商品 50%以上; 精选新品引入比例普遍超 40%。

北京大兴康庄天键广场店等 16 家	新品引入比例普遍超过 30%，部分门店甚至达 50%以上。调整后整体商品结构接近胖东来标准的 80%，进口商品占比显著提升至 10%-20%。
全国调改店	双节期间永辉全国调改店整体销售额同比增长超 100%，16 支爆款单品销售同比增长超 10 倍。

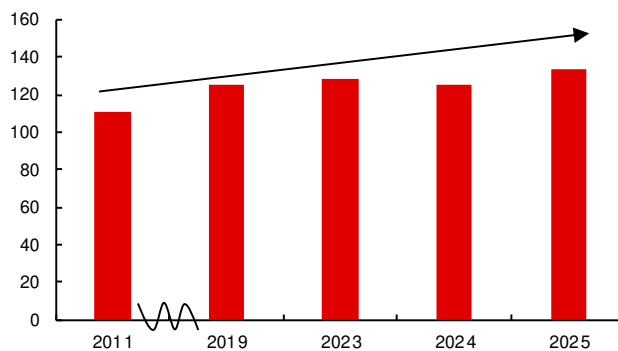
资料来源：官方公众号，长江证券研究所

图 30：日本超市行业平均经营面积逐步缩小（㎡）



资料来源：日本超市协会，长江证券研究所

图 31：日本超市行业平均坪效（万日元/平/年）



资料来源：日本超市协会，长江证券研究所

2) 增加熟食烘焙等深加工食品，增强引流和盈利能力。食品已成为日本超市中的核心品类，2025 年深加工的短保日配品（如冷藏类/面包/乳制品等）和熟食的收入占比分别为 21%、11%，其中熟食类的毛利率最高，且提升幅度最大，或主因加工工艺精进，2025 年熟食毛利率已达到 38.7%，具备出色的盈利能力。

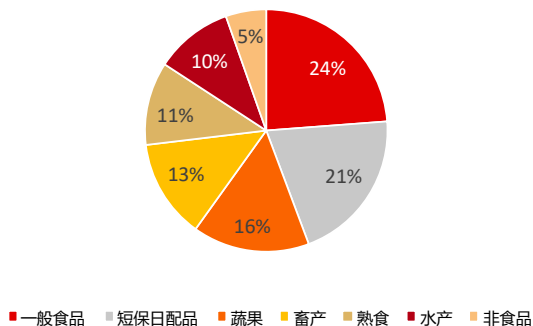
永辉调改店也大幅增加深加工的熟食烘焙商品，满足“新鲜、即时、美味”的消费需求。2025 年 4 月，永辉正式发布《全国技工岗位技能标准》，涵盖烘焙、熟食、果切、水产、猪肉、牛肉、维修 7 大核心岗位；7 月首批“永辉工匠计划”2904 名技能型员工通过培训后上岗，提升加工环节的标准度和专业度，保障深加工品质。

图 32：永辉调改店增加熟食烘焙产品



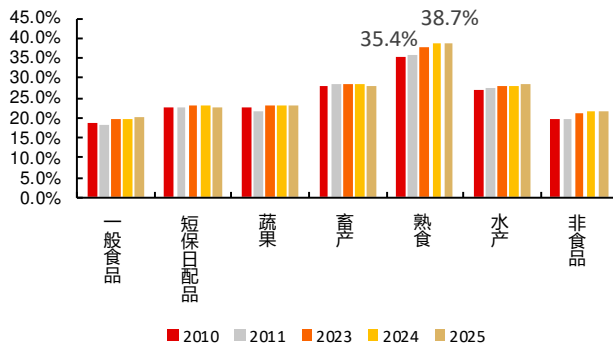
资料来源：官方公众号，长江证券研究所

图 33: 2024 年日本超市的品类结构



资料来源: 日本超市协会, 长江证券研究所

图 34: 日本超市各种品类的毛利率



资料来源: 日本超市协会, 长江证券研究所

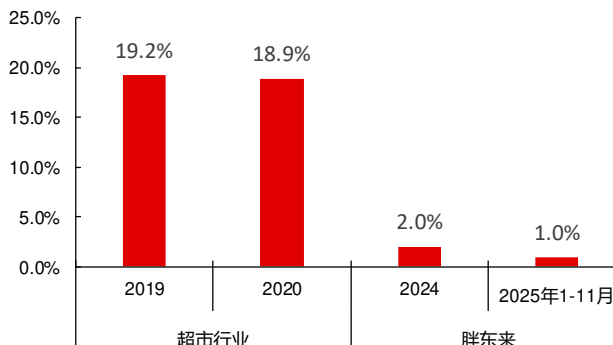
3) 优化员工薪酬机制, 从而提升服务水平, 增加消费者信任感。2024 年, 胖东来基层员工的月均到手工资超过 8000 元, 店长则超过 44000 元, 充分的激励使得胖东来离职率 2.0% 远低于行业平均水平, 员工的归属感和积极性高, 转化为优质服务, 提升消费者购物体验。永辉调改店也相应增加了各层级员工薪酬, 同时实施门店分红机制, 2025 年 1-8 月, 永辉超市员工累计分红超 3100 万元, 单月单店分红最高超 30 万元, 有助于提升服务水平, 增加消费者信任感。

图 35: 胖东来各级别员工的月均工资 (实发, 不含税和社保, 元)

级别	2024年月均	2025年1-2月月均
店长	44193	78058
店助	31765	48787
处长	23868	31253
处助	19537	23537
课长	13678	19554
课助	11521	16570
班长	10140	12033
员工	8315	9886

资料来源: 胖东来官方, 长江证券研究所

图 36: 胖东来员工流失率远低于行业水平



资料来源: 中国连锁经营协会, 官方公众号, 长江证券研究所

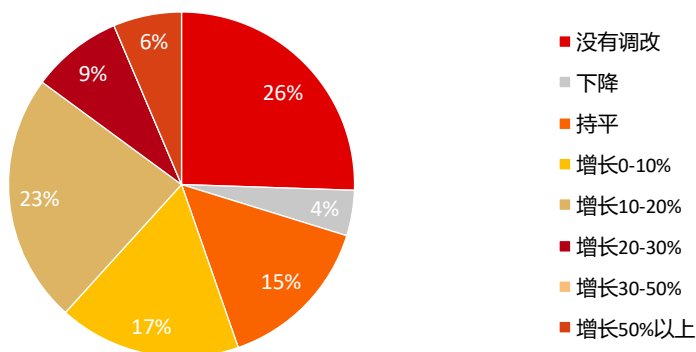
表 6: 永辉超市 (北京通州万达店) 招聘薪酬 (元)

岗位	薪资待遇	岗位	薪资待遇
店长	20K-22K	生鲜水肉禽技工	6K-8K
生鲜经理	12K-14K	面包师 / 厨师	6K-10K
标品经理	12K-14K	收银员 / 客服员	6K-7K
加工经理	12K-14K	收货员	6K-6.5K
后勤经理	8K-10K	搬运工	6K-6.5K
小店长	8K-10K	安全员	6K-6.5K
生鲜 / 非生鲜员工	6K-7K	小时工	30 元 / 小时

资料来源: 永辉官方, 长江证券研究所

总体来看，永辉调改店的客流显著增长，坪效已有明显的提升，人效企稳，成效优于行业。2024 预计有 3/4 的超市企业开展调改，但成效差异较大，约一半的企业调改后销售额增长 0-20%，仅 6%的企业销售额增长 50%以上。永辉调改店客流显著增长，带动 2024 年、2025H1 坪效同比增长 8%、28%，2024 年人效企稳在 76 万左右，随着员工熟练度提升有望进一步向上；2025Q1-3 永辉累计同店销售额已恢复正增长，从 2024 年 5 月启动调改以来，永辉整体展现出高效的执行力和优于行业的成效。

图 37：2024 年超市行业调改后销售额变化情况



资料来源：中国连锁业经营协会，长江证券研究所

图 38：永辉超市调改店增加熟食类商品



资料来源：官方公众号，长江证券研究所

图 39：永辉超市调改店客流大幅增长



资料来源：官方公众号，长江证券研究所（推文时间为 2025 年 11 月）

图 40: 永辉超市坪效 (万元/平/年)

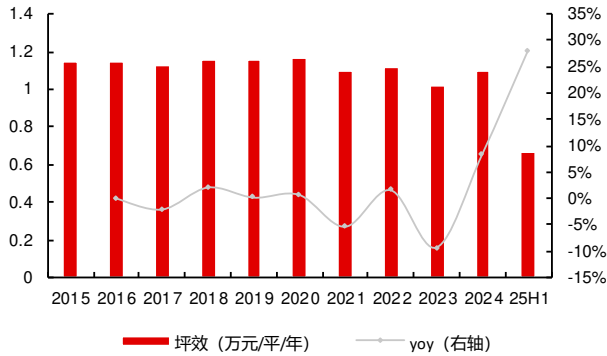
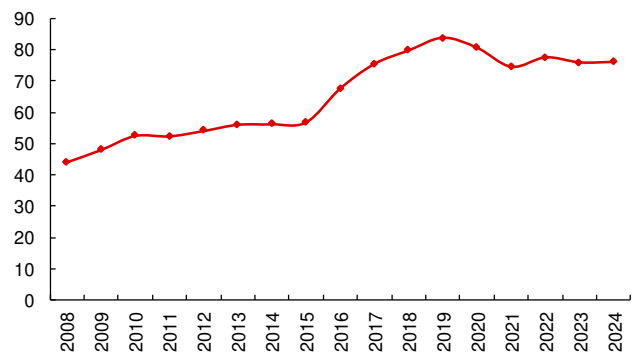


图 41: 永辉超市人效 (万元/人/年)



资料来源: 公司公告, 长江证券研究所 (注: 以建筑面积为分母, 绝对额偏小, 仅供参考趋势)

资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

自有品牌: 回归本质, 产品驱动

经历了大幅闭店后, 永辉在强势区域的门店数依然排名前列, 而商品力有望成为市占率提升的新一轮驱动。梳理样本超市企业对比来看, 永辉在福建、川渝地区的门店数显著占优, 保持强势的市场地位; 永辉在北京、浙江、安徽、广东等市场有深入的布局, 而盒马鲜生、华润万家、大润发的门店数也相对密集。其中, 盒马主要布局于华东沿海, FY2025 (截至 2025 年 3 月财年) 首次经调整 EBITA 转正。

同时我们看到, FY2025, 盒马凭借 420 多家店实现超过 750 亿元销售额 (单店店效约 1.8 亿元), **FY2026 营收增速预计超 40%**; 2025 年山姆中国仅凭借 63 家店即实现超 1400 亿元销售额 (单店店效超过 20 亿元), **同比增长约 40%**。

故我们认为, 零售供给从匮乏走向饱和后, 也促使超市行业从渠道转向产品驱动, 而经济周期和人口结构变化带来的需求细分化趋势或将延续, 超市企业也将从大而全的同质化竞争, 走向精细化的区隔竞争阶段, 强商品力企业有望赢得可持续的优质增长。

表 7: 代表性超市企业分区门店数 (家)

省市	永辉超市 (2025H1)	山姆会员店	大润发	盒马鲜生	华润万家	麦德龙	开市客	胖东来
北京市	30	5	1	42	7	4	2	-
天津市	5	1	2	1	116	2	-	-
上海市	12	6	26	56	9	8	2	-
重庆市	75	2	3	12	5	4	-	-
河北省	21	-	5	2	1	1	-	-
山西省	8	-	1	-	2	-	-	-
辽宁省	4	2	26	-	7	3	-	-
吉林省	0	-	12	-	1	2	-	-
黑龙江省	0	-	16	-	-	1	-	-
江苏省	20	10	125	66	448	19	2	-
浙江省	43	8	46	51	40	8	2	-
安徽省	43	1	46	17	25	3	-	-
福建省	89	4	24	7	4	4	-	-
江西省	6	1	9	7	34	3	-	-
山东省	5	-	43	24	3	7	-	-
河南省	17	-	3	9	2	1	-	12
湖北省	11	4	8	15	3	5	-	-
湖南省	2	2	7	12	2	4	-	-
广东省	28	11	51	48	424	9	1	-
海南省	0	-	6	-	1	-	-	-
四川省	77	3	15	31	3	4	-	-
贵州省	12	-	6	5	3	1	-	-
云南省	5	-	5	8	3	2	-	-
陕西省	25	-	2	22	123	2	-	-
甘肃省	3	-	2	-	9	-	-	-

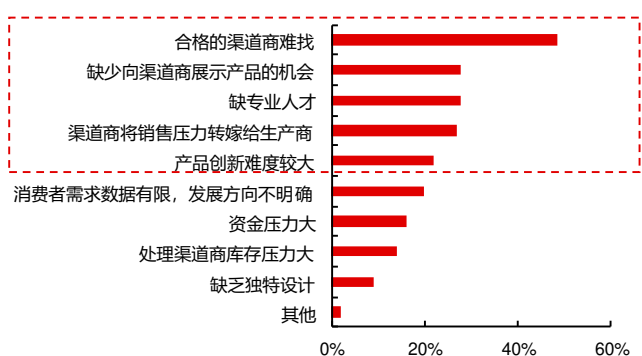
青海省 0 - 1 - - - 1 - -

资料来源：数说，公司公告，长江证券研究所

(注：永辉超市取 2025 年 6 月门店数，其余企业取 2025 年 12 月门店数；标黄为当地门店数最多的企业，样本企业有限，供参考)

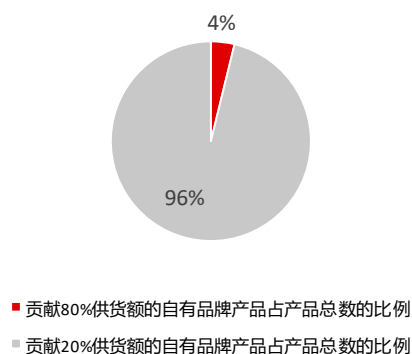
零售企业通过开发自有品牌提升商品力，但由于零供双方对接不畅、以及专业能力不足，导致了自有品牌开发成功率较低，全行业自有品牌占比仅有 5%左右。多数供应商认为，“合格渠道难找”“缺少产品展示机会”“缺乏专业人才”“创新难度大”是目前开发自有品牌所面临的主要问题，说明供应商与零售商之间缺乏高效的沟通，且原创能力和专业能力不足，导致难以开发出精准匹配消费需求的高质量商品，行业内约 4%的自有品牌商品贡献了 80%的供货额，二八效应突出，新品开发效率较低。

图 42：供应商开发自有品牌面临的主要问题（2024 年调研）



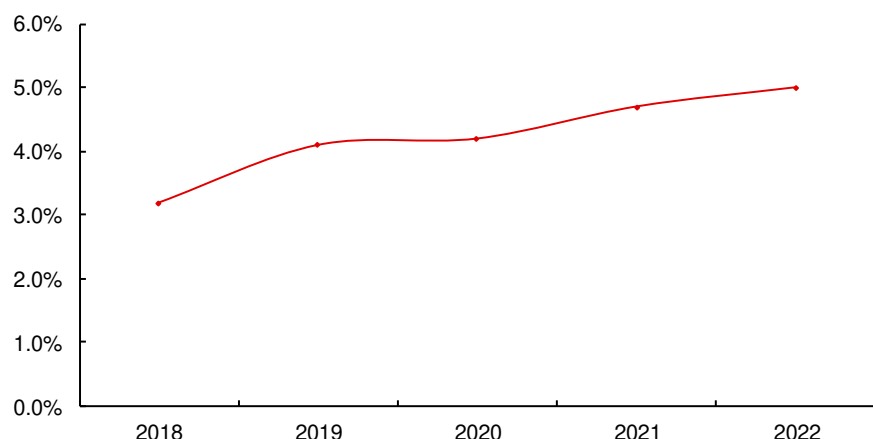
资料来源：中国自有品牌研究发展报告，长江证券研究所

图 43：产品数占 4%的自有品牌商品的供货额占 80%（2024 年）



资料来源：中国自有品牌研究发展报告，长江证券研究所

图 44：中国超市 TOP100 企业的自有品牌销售额占比

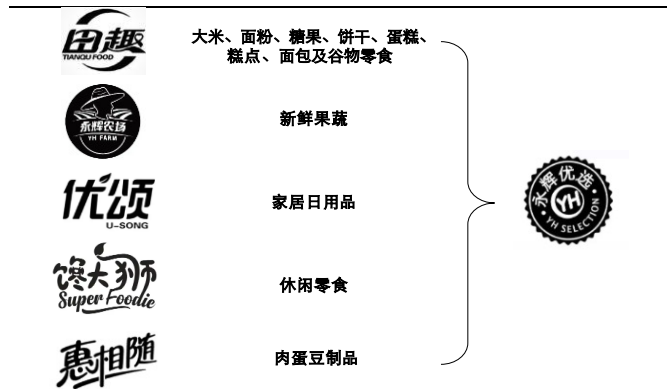


资料来源：中国连锁业经营协会，长江证券研究所

2018 年末，永辉推出自有品牌“永辉优选”，并按品类下设多个子品牌，在发挥生鲜优势的基础上，侧重食品日用品类的探索。2019 年永辉自有品牌中，食品日用类销售额

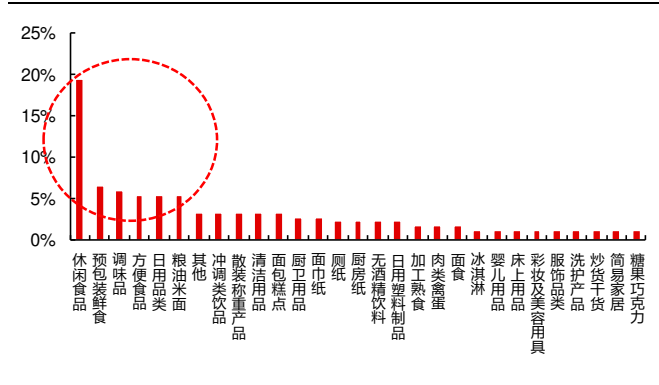
12.7 亿，占比 65%，高于公司整体食品日用约 49% 的占比，说明侧重于探索加工食品、家居日用、休闲零食等。我们认为，一方面食品日用品类的利润率和产品丰富度通常高于生鲜，反映出公司积极扩大产品能力圈，完善商品布局；另一方面，食品日用产品由于更标准化、易保存，因而上游供应商的生产链较为成熟，供给相对充分，为下游零售商提供了更多选择。

图 45：2024 年以前“永辉优选”旗下的细分自有品牌



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 46：2023 年供应商开发的自有品牌产品占比（分品类）



资料来源：自有品牌产业研究院，长江证券研究所

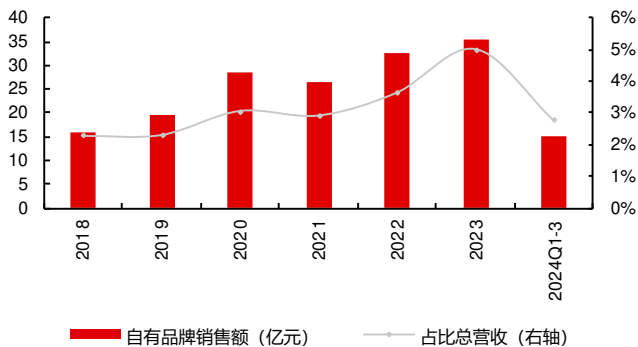
表 8：2024 年及以前的永辉自有品牌策略

年份	永辉自有品牌策略
2019	自有品牌总销售额：19.5 亿元，其中， 食百销售额 12.7 亿元 ，生鲜销售额 6.8 亿元。 打造全新的“永辉优选”自有品牌，除田趣、馋大狮、优颂以外，正式推出永辉农场
2020	核心品类中 17 个大类取得双位数的自有品牌渗透率
2021	原有馋大狮、田趣、优颂、惠相随 3+1 的基础上，8 月份隆重推出自有品牌“辉妈到家”， 布局快手菜赛道 ，首推江、浙、沪市场
2022	生鲜继续巩固“田趣大米”、“永辉农场板栗南瓜”等商品的订单种植，同时 加速预制菜、丹东草莓等地标差异化品质商品的开发 ；食品用品推出 馋大狮小青柠、馋大狮芝士蛋糕、馋大狮酸奶山楂丁、优颂抑菌除螨香氛洗衣凝珠 等。全年聚焦 122 个重点发展商品，销售占比 50%。
2023	聚焦生鲜标品和永辉农场的品牌打造，生鲜自有品牌同比增长 41.3%
2024	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

资料来源：公司公告，长江证券研究所

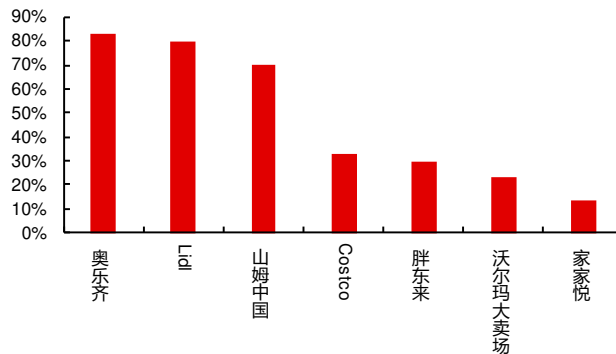
横向对比来看，2023 年永辉自有品牌销售额 35 亿元，占比 5%；沃尔玛、山姆、胖东来、Costco 的自有品牌分别是惠宜/沃集鲜、Member's Mark、DL、Kirkland，销售额占比预计在 20%-70% 之间，永辉自有品牌仍有较大提升空间。

图 47：永辉自有品牌“永辉优选”销售额及占比



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 48：部分零售企业的自有品牌销售额占比



资料来源：公司公告，商业观察家，Grocery Dive，问道东来，forbes，长江证券研究所（注：年份为 2023-2025 年；山姆中国包括自有品牌和定制品）

2024 年后，永辉重新定位自有品牌，以最大公约数做基础产品，提升品质，降低成本，培育亿元级自有品牌大单品。2025 年前三季度永辉精简了约 40% 的供应商，据《致供应商伙伴的一封信》，永辉重新构建开放透明、及时结算、风险共担的零供关系以吸引优质供应商，共同研发质价比的自有品牌产品，以亿元级大单品为核心目标。

图 49：“品质永辉”和“永辉定制”自有品牌



资料来源：官方公众号，长江证券研究所

与“永辉优选”对比，新的自有品牌体系主要体现出：

- 1) 进一步提升食品日用品占比，降低生鲜占比；
- 2) 划分为“永辉定制”与“品质永辉”两大系列，“品质永辉”更侧重标准化基础款，包括口味或功能普适的食品日用品，减少复杂度以提升标准度，降低成本。“永辉定制”更侧重产品丰富度，与优质品牌商深入合作，大品牌的专业能力为品质托底，口味、材料等方面做宽。
- 3) 大单品的容错率更低，因而配料和工序更侧重安全健康。大单品能够更快速有效地建立品牌心智，但如果出现质量问题也易对品牌造成反噬，因而容错率更低。“品质永辉”精选原料，并采用了比行业标准更严格的检测手段，确保安全健康性，降低了大单品的品质风险，塑造“优品质”心智。此外，在宣传方式上，更注重从专业性的角度向

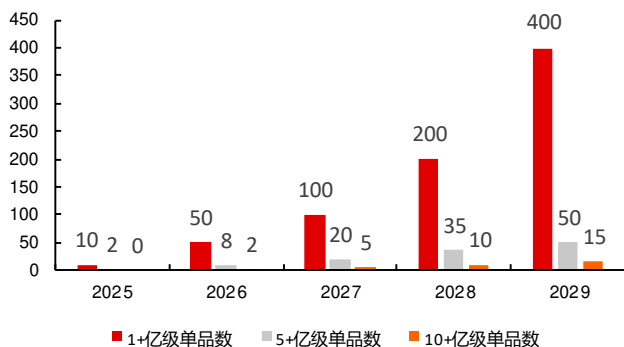
顾客传达原料和工艺的优势，例如“品质永辉”东北长粒香大米围绕“中科发5号”稻种这一核心原料，详细列示参数，加强消费者对品质的认知。

图 50：自有品牌“品质永辉”质价比定位

长粒香米价格段对比					纯牛奶价格段					
品牌	品种	规格(kg/袋)	售价(元/袋)	单价(元/斤)	品牌	A	B	C	D	品质永辉
A	绥粳18	5.0	39.90	3.99	蛋白质含量(g/100mL)	3.6g	3.8g	3.8g	3.6g	3.8g
B	绥粳18	5.0	42.71	4.27	高钙含量(mg/100mL)	120mg	125mg	125mg	120mg	125mg
C	中科发5号	5.0	55.80	5.58	规格	250mL*16(共4L)	250mL*16(共4L)	250mL*10(共2.5L)	200mL*12(共2.4L)	250mL*16(共4L)
D	中科发5号	5.0	46.90	4.69	售价(元/罐)	48.94	65.51	48.35	29.9	39.9
品质永辉	中科发5号	5.0	¥39.9	3.99	单价(元/L)	12.24	16.38	19.34	12.46	9.98

资料来源：官方公众号，长江证券研究所

图 51：永辉规划的亿元级自有品牌单品数量（个）



资料来源：官方公众号，长江证券研究所

图 52：永辉“田趣”大米的宣传资料



资料来源：天猫，长江证券研究所

图 53：“品质永辉”东北长粒香大米的宣传资料



资料来源：官方公众号，长江证券研究所

表 9：永辉超市部分自有品牌“品质永辉”商品信息

产品	推出时间	价格	竞争优势	合作厂商
微胶囊香氛酵素洗衣液	2025/8	19.8 元/3kg	七重酵素，表面活性剂含量达到 18%（行业标准 15%），天然成分占比 90%，99%除菌除螨，奇华顿特调香氛 72 小时留香（微胶囊缓释技术）	浙江物产生物科技（物产中大集团旗下）
永辉橙汁	2025/8	13.5 元/1L	优选川渝、湖南、广西脐橙；自主增设更多检测环节，184 项成品检测，255 项原料检测；采用先进压榨工艺	饮品龙头统一集团
安心纸面巾	2025/8	14.9 元/10 包	46 项产品检测+14 项包材检测（12 项指标更高，新增 8 项检测项目）	纸业龙头恒安集团
玉米胚芽油	2025/9	58.9 元/5L	东北黄金玉米带非转基因原料，植物甾醇≥8100mg/kg（高于行业平均）；产品检测 105 项，部分标准严于欧盟标准	吉林旭鑫油脂有限公司（玉米培养压榨单体加工生产线领先企业）
云感洁面柔巾	2025/9	7.8 元/包	采用 40mm+超长纤维，提升了柔软度和抗拉度（行业普遍用 33mm+）；42 项产品检测（新增 23 项，5 项检测更严格）	原料：全球最大的纤维原料生产商 SATERI 工厂：浙江优全，38 年无纺布研发经验
智利无核西梅干	2025/9	22 元/300g	增加 2 道人工筛别，去核纯净度 99.95%（行业普遍为 95%-99%）	青岛新东益食品有限公司（国内无添加西梅开创者）

东北长粒香大米	2025/12	39.9 元/5kg	更优的中科发 5 号稻种（行业多为“绥粳 18”）；凉米控温工艺；3 道色选+40 道磁选+终端金检；成品检测 191 项	黑龙江省五常金禾米业（专注五常大米三十年，国家重点龙头企业）
---------	---------	------------	---	--------------------------------

资料来源：官方公众号，长江证券研究所

因此我们认为，超市行业从渠道转向产品驱动，强商品力企业有望赢得可持续的优质增长，永辉在强势区域依然保持门店数的优势，在此基础上重塑开放透明的合作型零供关系，精选优质供应商，围绕质价比定位共同打造自有品牌，亿元大单品值得期待。更长长期来看，永辉率行业之先，开启品质零售改革，从顾客真实需求、和员工关怀的角度创造价值，有望提升“永辉”的品牌信任感，成为业绩常青的最核心基石。

投资建议：看好品质永辉的焕新成长

我们认为，永辉超市在行业波动期仍保持龙头地位，破局求变深入改革，商品力和服务力得到大幅升级，以开放透明的合作型零供关系为基石，构筑长期竞争力。伴随闭店和调改逐步收尾，公司已进入纵深精细化运营阶段，单店店效预计能够进一步提升，叠加自有品牌战略有序推进，有望带动收入端企稳回升，改善盈利能力，释放利润弹性。预计 2025-2027 年 EPS 有望实现-0.24、0.07、0.15 元，维持“买入”评级。

风险提示

- 1、居民收入预期偏弱，需求恢复偏慢：经济景气度影响居民消费能力和意愿，若居民就业和收入情况未得到明显改善，或对终端需求带来影响。
- 2、门店调改成效不及预期：公司积极门店体系优化，包括前端商品结构和后端供应链的升级，若调改店销售额未达预期，可能影响公司的利润改善。
- 3、行业竞争加剧，其他业态进一步冲击商超业态：直播电商、即时零售等新兴零售业态处于较快发展阶段，若在品类和客群上与商超重叠度高，可能加剧竞争。
- 4、盈利预测假设不成立或不及预期：在对公司进行盈利预测及投资价值分析时我们基于行业情况及公司公开信息做了一系列假设，核心假设包括：门店数、单店销售情况、分品类的毛利率等。若假设不成立，例如出现单店销售额增速放缓、品类结构变化等情况，盈利预测可能出现偏差。

表 10：公司收入利润敏感性分析（亿元）

亿元	基准情形				悲观情形			
	2024	2025E	2026E	2027E	2024	2025E	2026E	2027E
总营收	676	550	715	858	676	536	651	732
yoy	-14%	-19%	30%	20%	-14%	-21%	22%	13%
毛利额	138	108	142	167	138	104	125	136
毛利率	20.5%	19.7%	19.9%	19.4%	20.5%	19.4%	19.2%	18.6%
归母净								
利润	-14.7	-21.4	6.0	13.4	-14.7	-21.4	3.2	9.7
yoy	-10%	-46%	128%	122%	-10%	-46%	115%	208%

资料来源：Wind，长江证券研究所

财务报表及预测指标

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	67574	54997	71460	85830	货币资金	3996	1280	3905	5332
营业成本	53751	44179	57223	69147	交易性金融资产	3291	2941	2741	2541
毛利	13823	10818	14237	16683	应收账款	263	219	278	328
%营业收入	20%	20%	20%	19%	存货	7058	4786	6358	7683
营业税金及附加	214	165	200	240	预付账款	791	795	973	1106
%营业收入	0%	0%	0%	0%	其他流动资产	1872	1809	1890	1950
销售费用	13059	10999	10719	11673	流动资产合计	17271	11830	16144	18939
%营业收入	19%	20%	15%	14%	长期股权投资	2400	1900	1700	1800
管理费用	1792	1650	1822	1974	投资性房地产	289	239	189	139
%营业收入	3%	3%	3%	2%	固定资产合计	3586	3586	3586	3586
研发费用	183	66	129	215	无形资产	735	585	535	535
%营业收入	0%	0%	0%	0%	商誉	4	4	4	4
财务费用	1138	825	715	687	递延所得税资产	1047	1036	1036	1036
%营业收入	2%	2%	1%	1%	其他非流动资产	17416	15728	15228	14928
加：资产减值损失	-208	-690	-200	-100	资产总计	42749	34909	38423	40968
信用减值损失	-10	-10	-10	-10	短期贷款	4938	3938	3638	3738
公允价值变动收益	-298	-350	-200	-200	应付款项	8121	7609	8107	8259
投资收益	522	400	300	200	预收账款	82	82	107	129
营业利润	-1287	-1727	942	2035	应付职工薪酬	721	574	629	691
%营业收入	-2%	-3%	1%	2%	应交税费	228	220	250	257
营业外收支	-357	-650	-50	-50	其他流动负债	8636	7869	8306	8819
利润总额	-1644	-2377	892	1985	流动负债合计	22727	20293	21038	21894
%营业收入	-2%	-4%	1%	2%	长期借款	0	0	0	0
所得税费用	-5	0	223	496	应付债券	0	0	0	0
净利润	-1639	-2377	669	1489	递延所得税负债	34	7	7	7
归属于母公司所有者的净利润	-1465	-2140	602	1340	其他非流动负债	15659	12697	11697	11897
少数股东损益	-173	-238	67	149	负债合计	38420	32996	32741	33797
EPS (元)	-0.16	-0.24	0.07	0.15	归属于母公司所有者权益	4440	2261	5963	7303
					少数股东权益	-110	-348	-281	-132
现金流量表 (百万元)					股东权益	4330	1913	5682	7171
	2024A	2025E	2026E	2027E	负债及股东权益	42749	34909	38423	40968
经营活动现金流净额	2191	852	893	1659					
取得投资收益收回现金	39	400	300	200	基本指标				
长期股权投资	832	500	200	-100		2024A	2025E	2026E	2027E
资本性支出	-417	1000	200	50	每股收益	-0.16	-0.24	0.07	0.15
其他	-1578	55	50	50	每股经营现金流	0.24	0.09	0.10	0.18
投资活动现金流净额	-1123	1955	750	200	市盈率	-	-	67.96	30.55
债券融资	0	0	0	0	市净率	12.96	18.11	6.86	5.60
股权融资	0	0	3100	0	EV/EBITDA	-	-	26.34	17.64
银行贷款增加(减少)	-542	-1000	-300	100	总资产收益率	-3.4%	-6.1%	1.6%	3.3%
筹资成本	-147	-642	-549	-532	净资产收益率	-33.0%	-94.6%	10.1%	18.3%
其他	-2244	-3880	-1269	0	净利率	-2.2%	-3.9%	0.8%	1.6%
筹资活动现金流净额	-2932	-5522	982	-432	资产负债率	89.9%	94.5%	85.2%	82.5%
现金净流量 (不含汇率变动影响)	-1864	-2716	2625	1427	总资产周转率	1.43	1.42	1.95	2.16

资料来源：公司公告，长江证券研究所

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

看 好： 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数

中 性： 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平

看 淡： 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买 入： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%

增 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间

中 性： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间

减 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%

无投资评级： 由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明：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。

办公地址

上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430023)

北京

Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层
P.C / (100020)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、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。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

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，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；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。本公司及作者在自身所知情形范围内，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。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。