



商贸零售行业研究

买入（维持评级）
行业周报

证券研究报告

商贸零售组

分析师：赵中平（执业 S1130524050003） 分析师：于健（执业 S1130525070012） 分析师：许孟婕（执业 S1130522080003）

zhaozhongping@gjzq.com.cn

yu_j@gjzq.com.cn

xumengjie@gjzq.com.cn

联系人：王译

wangyi9@gjzq.com.cn

永辉公布自有品牌规划，美团饿了么有新动向

核心观点

线下：永辉公布自有品牌规划，门店调改稳步推进。7 月 24 日，永辉超市公布了详细的自有品牌规划。目标从 2025-2029 年，自有品牌单品数从 60 款提升至 500 款，渗透率从 5% 提升至 40%。截止 7 月 25 日，永辉超市调改门店数达到 143 家，占现有总门店数（523 家）的比重为 27.34%

线上：即时零售竞争短期仍旧胶着，我们认为较大概率暑期结束后补贴陆续推坡，各公司在 Q3 触 UE 底，短期的补贴带来的低客单订单较多，后续高客单订单占比有望提升，重点关注作为进攻方的饿了么的边际战略变化。补贴战结束外卖竞争回归理性后预计美团份额较现阶段会逐步回升，且此轮补贴加速了即时零售的用户习惯培养和渗透，维持长期看好美团在外卖和即时零售领域的竞争优势。

行业数据追踪

GMV 表现：根据国金数字未来 Lab，7 月第 2 周天猫+京东整体 GMV 同比-14.24%。品类表现：根据国金数字未来 Lab，7 月第 2 周天猫+京东品类增速表现前 5 的为玩具、消费电子、家电、母婴、宠物。

行情回顾

上周（2025/07/21-2025/07/25）上证指数、深证成指、沪深 300、恒生指数、恒生科技指数分别+1.67%、+2.33%、+1.69%、+2.27%、+2.51%，商贸零售（申万）+2.65%，板块对比来看，商贸零售板块上周涨幅在 9 个申万大消费一级行业板块中位列第 3。

个股方面，大连友谊、狮头股份、宁波中百、武商集团、南宁百货涨幅居前，南京商旅、国光连锁、国芳集团、翠微股份、新迅达跌幅居前。

细分行业景气指标

零售：商超-略有承压，调改类向上、百货-略有承压、电商-底部企稳、跨境电商-稳健向上。

社服：旅游高景气维持；餐饮拐点向上；酒店底部企稳；教育：1）K12 高景气维持，2）职业教育底部企稳；人服稳健向上

投资建议

永辉超市：永辉商业模式已发生根本性变革，走向精选型零售路线，新型模式具备在后消费时代长期快速增长的潜力。模仿胖东来模式的超市众多，但永辉具备独特竞争优势：①中国人对生鲜蔬菜的钟情成为中国公司超越海外同行最佳切入口。②永辉规模优势长期赋能，对于标品，裸价采购+规模优势=更低进货价，对于自有品牌，规模优势带来代工更优质+成本价更低优势。③上市地位融资优势。转向胖东来模式对资金需求较高，非上市企业较难承受，这阻碍了相当多同行的模仿。

美团：外卖再度进入竞争格局变化状态，长期看好美团在用户心智、骑手及商家端构建起的壁垒。1）用户：美团的用户心智短期难以被撼动，京东的强补贴能够吸引一定的用户，但核心的用户群体存在差异化，且进攻美团下沉市场的基本盘较难，我们认为与此前抖音做到店业务不同点在于抖音是先有流量后做业务，而京东需要依靠业务获流量。2）商家：目前来看确实存在一定的佣金差异，从当前角度看美团还未跟进更多的降佣，如果未来京东竞争力度加强不排除有一定可能性。3）骑手：骑手的差距除了体现在规模上，还会体现在算法调度和整体配送过程中的灵活性上，这些数据积累等亦是公司的壁垒。

风险提示

业务拓展不及预期；内需消费不及预期；产品表现不及预期



内容目录

一、核心观点及公司动态	3
1.1、线下零售：永辉公布自有品牌规划，门店调改稳步推进	3
1.2、线上零售：关注即时零售竞争变化	4
二、行业数据跟踪	4
三、行情回顾	5
四、投资建议	7
五、风险提示	7

图表目录

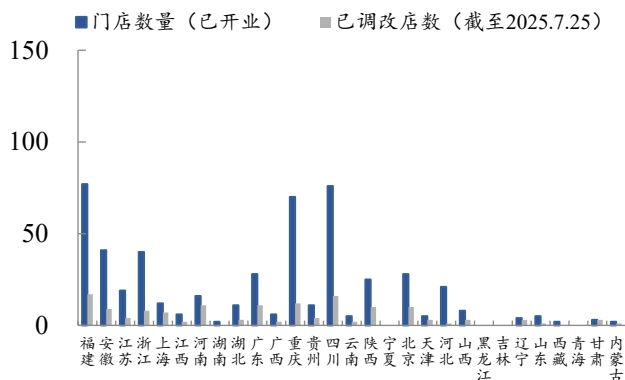
图表 1：永辉超市当前门店总数及调改门店数（家）	3
图表 2：永辉自有品牌 5 年规划	3
图表 3：永辉超市截止 7 月底的门店调改计划	3
图表 4：周度-线上 GMV（天猫+京东）及同比	5
图表 5：周度（天猫+京东）线上 GMV 同比	5
图表 6：上周商贸零售板块涨跌幅（%）	6
图表 7：上周商贸零售板块涨跌幅走势（%）	6
图表 8：上周大消费行业涨跌幅排序（7.21-7.25）	6
图表 9：上周商贸零售行业涨幅前 5 名	6
图表 10：上周商贸零售行业跌幅前 5 名	7

一、核心观点及公司动态

1.1、线下零售：永辉公布自有品牌规划，门店调改稳步推进

7月24日，永辉超市公布了详细的自有品牌规划。目标从2025-2029年，自有品牌单品数从60款提升至500款，渗透率从5%提升至40%。2026年孕育出2款10亿级单品，到2029年孕育出15款10亿级单品。1亿级单品从2025年的10款提升至2029年的400款。截止7月25日，永辉超市调改门店数达到143家，占现有总门店数（523家）的比重为27.34%，门店调改稳步推进，随着调改店门店占比的提升，调改店对整体业绩的推动作用将逐步增强。

图表1: 永辉超市当前门店总数及调改门店数 (家)



图表2: 永辉自有品牌5年规划

	2025	2026	2027	2028	2029
自有品牌单品数	60	160	260	380	500
自有品牌渗透率	5%	10%	20%	30%	40%
10+亿级单品数	0	2	5	10	15
5+亿级单品数	2	8	20	35	50
1+亿级单品数	10	50	100	200	400

来源：永辉超市官网，国金证券研究所

来源：永辉公众号，国金证券研究所

图表3: 永辉超市截止7月底的门店调改计划

序号	地区	门店名称	开业时间
1	北京市	西长安中骏世界城店	2025. 7. 31 前
2	北京市	西铁营万达广场店	2025. 7. 31 前
3	北京市	鲁谷店	2025. 7. 31 前
4	北京市	槐房万达广场店	2025. 7. 31 前
5	嘉兴市	桐乡新城吾悦店	2025. 7. 31 前
6	苏州市	吴江新城吾悦广场店	2025. 7. 31 前
7	上海市	松江万达广场店	2025. 7. 31 前
8	宁波市	奉化万达广场店	2025. 7. 31 前
9	石家庄市	长安万达广场店	2025. 7. 31 前
10	西安市	北辰东路店	2025. 7. 31 前
11	合肥市	瑶海万达广场店	2025. 7. 31 前
12	合肥市	巢湖万达广场店	2025. 7. 31 前
13	郑州市	登封中天广场店	2025. 7. 31 前
14	成都市	蜀都万达广场店	2025. 7. 31 前
15	成都市	新津碧乐城店	2025. 7. 31 前
16	广安市	加德天街店	2025. 7. 31 前
17	眉山市	万达广场店	2025. 7. 31 前
18	攀枝花市	万达广场店	2025. 7. 31 前
19	重庆市	桃源大道店	2025. 7. 31 前
20	重庆市	滨江大道店	2025. 7. 31 前
21	重庆市	台川宝龙店	2025. 7. 31 前
22	宜昌市	兴发广场店	2025. 7. 31 前



序号	地区	门店名称	开业时间
23	厦门市	五缘湾店	2025.7.31 前
24	泉州市	晋江百捷上悦城店	2025.7.31 前
25	莆田市	水韵城店	2025.7.31 前
26	宁德市	霞浦太康店	2025.7.31 前
27	宁德市	福安新华店	2025.7.31 前
28	南昌市	西湖万达广场店	2025.7.31 前
29	深圳市	光明天汇城店	2025.7.31 前
30	盐城市	希望大道店	2025.7.31 前
31	天津市	武清大光明店	2025.7.31 前
32	吴忠市	开元大道店	2025.7.31 前

来源：永辉同道，国金证券研究所

1.2、线上零售：关注即时零售竞争变化

即时零售竞争短期仍旧胶着，上周六及本周工作日核心竞争方美团及饿了么补贴力度仍较大，我们认为较大概率暑期结束后补贴陆续推坡，各公司在 Q3 触 UE 底，短期的补贴带来的低客单订单较多，后续高客单订单占比有望提升，重点关注作为进攻方的饿了么的边际战略变化。补贴战结束外卖竞争回归理性后预计美团份额较现阶段会逐步回升，且此轮补贴加速了即时零售的用户习惯培养和渗透，维持长期看好美团在外卖和即时零售领域的竞争优势。

美团：拼好饭快速增长，提质升级。

拼好饭启动“万家品牌”计划，为消费者定制实惠品牌套餐。目前，入驻拼好饭的餐饮品牌已经超过 5000 个。截至 2025 年 7 月，全国已有超百万商家上线运营，拼好饭日订单量峰值超过 3500 万单。过去一年，知名品牌上线拼好饭运营的门店数量同比增长 64%。拼好饭已成为过去 5 年行业增速最快的创新产品，也是餐饮品牌最确定性的增长路径。拼好饭正式启动“万家品牌”计划，将为全国 1 万家知名餐饮品牌提供流量倾斜、联合定制服务和品牌扶持等，共同服务好消费者。拼好饭正式推出“百万亮厨”计划，将联合 20 万商家打造透明开放标杆，通过图文实况、视频直播等，向顾客即时更新真实的后厨环境；同时，还将推动 100 万商家升级明厨亮灶，建设透明后厨。

饿了么：AI 智能头盔升级，助力骑手提升配送效率。

智能头盔 X3，搭载了 AI 助手，蓝骑士通过蜂鸟 APP，可深度绑定 AI 小饿智能体，唤醒“小饿、小饿”，触发确认到店，确认取餐，确认送达，查询背单量、收入、天气，自动导航等功能。此外，AI 智能体在面对以下场景，会进行主动触发。如：指派单播报、骑手定位到店、定位判断是否无法上楼、用户留言、以及即将超时提醒。自今年 6 月，AI 小饿全国上线推广以来，已覆盖数百万蓝骑士，累计主动服务次数超 16 亿次。从今年 517 起，每月 17 日“骑士日”，饿了么也在各骑士驿站推出智能头盔 X3 的试点，推广智能头盔的同时，也在收集骑手意见不断进行改进。新增室内地图导航功能，就基于智能头盔的辅助导航功能专利，可以通过识别当前配送订单的配送状态及骑手的位置状态，为骑手提供准确的路径规划及语音导航。

二、行业数据跟踪

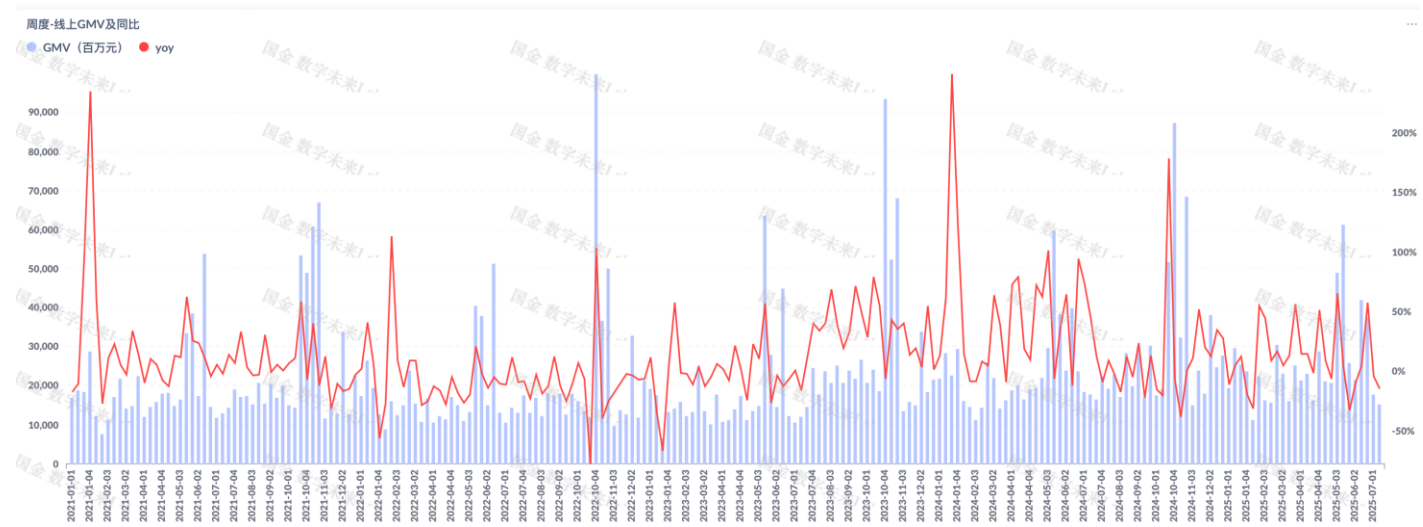
景气度：与此前保持同样趋势，未出现明显改善。

GMV 表现：根据国金数字未来 Lab，7 月第 2 周天猫+京东整体 GMV 同比-14.24%。

品类表现：根据国金数字未来 Lab，7 月第 2 周天猫+京东品类增速表现前 5 的为玩具、消费电子、家电、母婴、宠物。

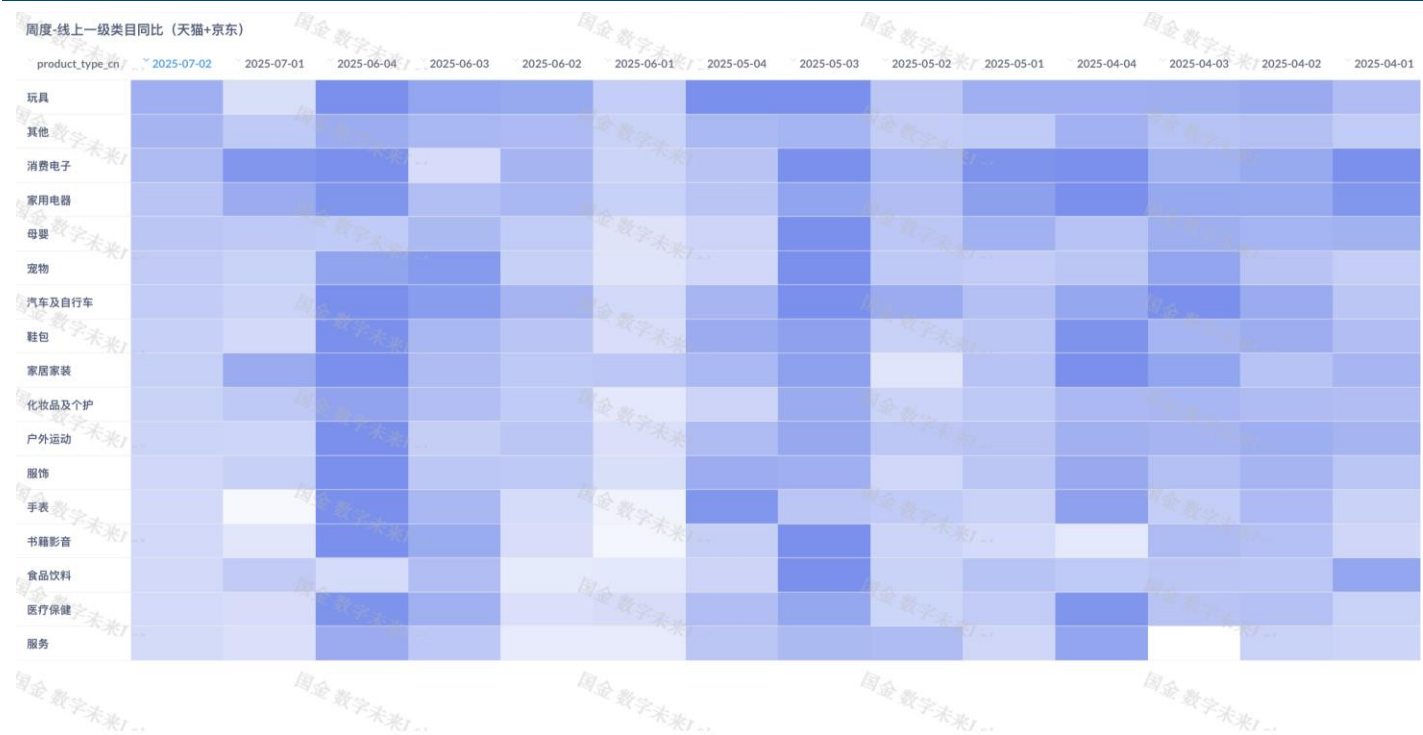


图表4：周度-线上 GMV（天猫+京东）及同比



来源：国金数字未来 Lab，国金证券研究所

图表5：周度（天猫+京东）线上 GMV 同比



来源：国金数字未来 Lab，国金证券研究所（注：颜色由浅至深表明景气度由低至高）

三、行情回顾

上周(2025/07/21-2025/07/25)上证指数、深证成指、沪深 300、恒生指数、恒生科技指数分别+1.67%、+2.33%、+1.69%，+2.27%、+2.51%，商贸零售(申万)+2.65%，板块对比来看，商贸零售板块上周涨幅在 9 个申万大消费一级行业板块中位列第 3。

个股方面，大连友谊、狮头股份、宁波中百、武商集团、南宁百货涨幅居前，南京商旅、国光连锁、国芳集团、翠微股份、新迅达跌幅居前。

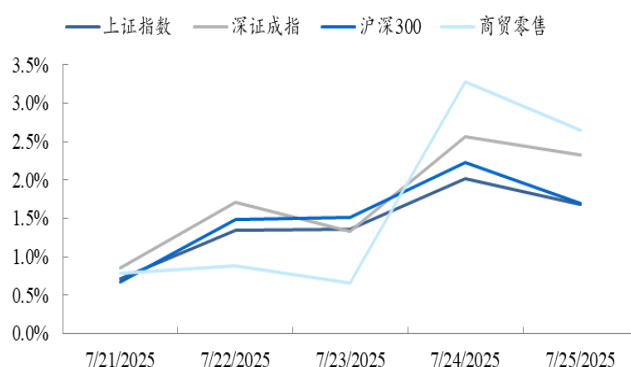


图表6: 上周商贸零售板块涨跌幅 (%)

板块代码	板块名称	一周涨跌幅
000001.SH	上证指数	1.67%
399001.SZ	深圳成指	2.33%
000300.SH	沪深300	1.69%
HSI.HI	恒生指数	2.27%
HSTECH.HI	恒生科技指数	2.51%
801200.SI	商贸零售	2.65%

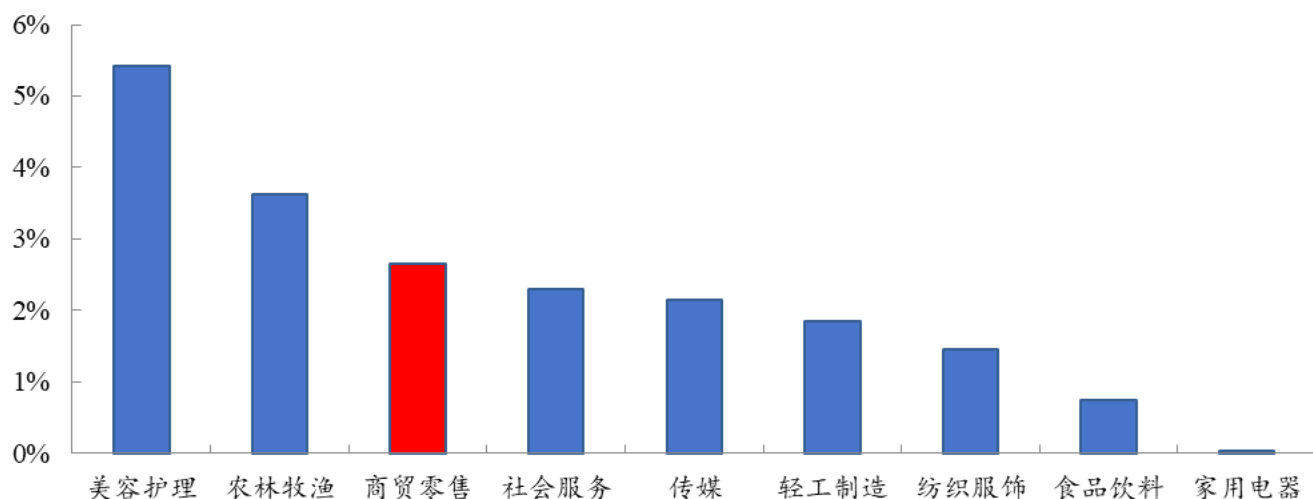
来源: wind, 国金证券研究所

图表7: 上周商贸零售板块涨跌幅走势 (%)



来源: wind, 国金证券研究所

图表8: 上周大消费行业涨跌幅排序 (7.21-7.25)



来源: wind, 国金证券研究所

图表9: 上周商贸零售行业涨幅前5名

证券代码	证券简称	周度收盘价 (元)	上周涨跌幅
000679.SZ	大连友谊	55.21	29.28%
600539.SH	狮头股份	15.21	13.50%
600857.SH	宁波中百	73.68	11.41%
000501.SZ	武商集团	72.06	11.25%
600712.SH	南宁百货	41.32	9.98%

来源: wind, 国金证券研究所


图表10：上周商贸零售行业跌幅前5名

证券代码	证券简称	周度收盘价（元）	上周涨跌幅
600250. SH	南京商旅	32.17	-9.32%
605188. SH	国光连锁	11.31	-7.71%
601086. SH	国芳集团	15.02	-6.50%
603123. SH	翠微股份	15.35	-5.69%
300518. SZ	新迅达	27.49	-5.25%

来源：wind，国金证券研究所

四、投资建议

■ 线下零售

建议关注走胖东来路线，调改持续深化的永辉超市。过去零售行业竞争激烈，盈利不佳留给投资者零售业很难投资的固有印象，其背后根源于“入场费+联营制”传统模式带来的行业高度同质化问题。永辉商业模式已发生根本性变革，走向精选型零售路线，新型模式具备在后消费时代长期快速增长的潜力。

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

■ 线上零售

腾讯控股：1) 潜在的边际改善：AI+与产品端结合持续加深，AI+推动云服务需求提升有望受益。2) 稳健的基本盘：微信生态蓬勃发展，视频号小店升级微信小店，更有利于商家有效触达客户和销售转化，旨在依托于整个微信生态打造统一且可信赖的交易体验；微信搜一搜商业化检索量与点击率同比增长。核心游戏健康增长，且具备较多递延收入有待释放依托于视频号流量的快速增长及智能化广告产品持续升级，公司广告业务增速保持快速增长，若消费复苏广告主投放预算有望提升，腾讯作为头部广告平台有望受益。

美团：外卖再度进入竞争格局变化状态，长期看好美团在用户心智、骑手及商家端构建起的壁垒。1) 用户：美团的用户心智短期难以被撼动，京东的强补贴能够吸引一定的用户，但核心的用户群体存在差异化，且进攻美团下沉市场的基本盘较难，我们认为与此前抖音做到店业务不同点在于抖音是先有流量后做业务，而京东需要依靠业务获流量。2) 商家：目前来看确实存在一定的佣金差异，从当前角度看美团还未跟进更多的降佣，如果未来京东竞争力度加强不排除有一定可能性。3) 骑手：骑手的差距除了体现在规模上，还会体现在算法调度和整体配送过程中的灵活性上，这些数据积累等亦是公司的壁垒。

五、风险提示

业务拓展不及预期：部分新业务的拓展尚处于早期，后续表现的持续性有待观望。

内需消费不及预期：当前居民消费意愿度仍处于较低状态，若消费恢复不及预期，互联网相关广告及消费直接相关业务将受到影响。

产品表现不及预期：游戏等相关内容型消费的阶段性表现存在较强不确定性，若表现不及预期会对相关收入产生影响。



行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；

增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；

中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；

减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。



特别声明：

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

任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

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

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

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

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

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

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

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

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



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究