

永辉超市 (601933)

“胖改”高歌猛进，线上冲击退坡，有望迎来经营拐点

增持 (首次)

2024年11月19日

证券分析师 吴劲草

执业证书: S0600520090006

wujc@dwzq.com.cn

证券分析师 阳靖

执业证书: S0600523020005

yangjing@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	90091	78642	68674	68297	66168
同比 (%)	(1.07)	(12.71)	(12.68)	(0.55)	(3.12)
归母净利润 (百万元)	(2,763.17)	(1,329.05)	(521.88)	269.38	564.30
同比 (%)	29.94	51.90	60.73	151.62	109.48
EPS-最新摊薄 (元/股)	(0.30)	(0.15)	(0.06)	0.03	0.06
P/E (现价&最新摊薄)	(14.25)	(29.63)	(75.47)	146.21	69.80

投资要点

- **永辉超市是目前国内最大的连锁超市集团之一，近年来经营有所承压。**根据 CCFA (中国连锁经营协会) 统计，2023 年，永辉超市的经营规模 (协会估算口径，含税) 为 855.5 亿元，仅次于沃尔玛集团的 1202 亿元。在过去数年中，由于行业层面和竞争层面的原因，永辉超市的经营情况明显承压。从最能反映公司经营状况的坪效上看，2023 年公司坪效为 0.99 万元，相比 2019 年累计下滑 21%。2023 年，公司营收 786 亿元，同比-13%；公司归母净亏损为 13.3 亿元，亏损幅度同比收窄 52%。
- **疫情恢复&竞争业态补贴退坡，超市行业迎来转机：**近年来我国超市行业规模增速长期跑输电商，也跑输社零总额。2019-2023 年，根据国家统计局，我国超市/电商/社零总额的复合增速为 3.6%/ 12.1%/ 4.4%。跑输的原因主要是行业受到电商的侵蚀和各类新业态的挤压。但此前对超市行业影响最大的疫情 (已结束)、电商 (逐渐趋于成熟)、社区团购 (扩张放缓&补贴收窄) 均好转，以超市为代表的线下零售迎来整体性转机。
- **永辉超市模仿胖东来等优秀同行调改门店，已经取得较好成效，看好调改店复制：**永辉超市正在向胖东来等优秀同行学习，截至 11 月 8 日，永辉超市胖东来调改门店已经开业 13 家 (含胖东来帮扶&自主调改)。公司预计到 2025 年春节前，调改门店数量将达到 40~50 家。目前已开业门店的调改效果非常突出，调改门店重新开业之后客流量、日均销售额均较调改前有数倍增长，大多数门店试运营销售额是调改前的 5 倍或以上。当然，这其中必然存在新店效应，调改门店稳定下来之后的业绩和模型是更为重要的经营指标。
- **精减亏损门店&经营提效&会计准则特性，未来公司利润率有望修复：**①关闭亏损门店，公司门店数从 2024 年初的 1000 家，下降至 2024M10 的 804 家，短期可能会有关店费用，但改善长期盈利。②优化中后台费用开支，公司管理/研发费用从 2021 年的 21.55/4.28 亿元，下降至 2023 年的 18.87/3.18 亿元。③新租赁准则特性，费用前高后低，2021 年新租赁准则导致公司当年增加了 14.4 亿元租赁相关费用，未来使用权资产摊销和租赁负债利息将逐年减少，降低租赁相关费用。
- **盈利预测与投资评级：**永辉超市作为国内龙头超市，且近期学习胖东来调改已经显现出一定的成效，是未来经营弹性较大的企业。我们预计 2024~2026 年归母净利润为 -5.2/ 2.7/ 5.6 亿元，同比+61%/ +152%/ +109%。对应 2025/26 年 P/E 为 146/ 70 倍。考虑未来调改门店的盈利改善&复制空间较大，首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示：**消费需求波动、调改效果和复制不确定性，行业竞争加剧，名创入股相关事项不确定性等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	4.32
一年最低/最高价	2.08/5.46
市净率(倍)	6.76
流通 A 股市值(百万元)	39,204.16
总市值(百万元)	39,204.16

基础数据

每股净资产(元,LF)	0.64
资产负债率(% ,LF)	87.14
总股本(百万股)	9,075.04
流通 A 股(百万股)	9,075.04

相关研究

《永辉超市(601933): 2022 年年报及 2023 年一季报点评: 业绩符合预期, 优化门店结构改善经营效率》

2023-05-02

《永辉超市(601933): 1~2 月经营数据点评: 归母净利润同增约 70%, 关注客流&利润率复苏》

2023-03-13

内容目录

1. 永辉超市简介：国内最大连锁超市之一	4
1.1. 行业地位：国内营业额最高的连锁商超集团之一	4
1.2. 近年经营承压，坪效下滑、出现亏损	4
2. 随租赁费用减少&精减门店优化经营，业绩有望改善	6
2.1. 新租赁准则影响短期会计利润，未来将会改善	6
2.2. 精减亏损门店，未来亏损幅度有望收窄	6
3. 超市行业：竞争业态退坡迎来喘息窗口，经营思路需要转变	7
4. 公司近期变化：门店调改卓有成效，名创优品入股有望协同	9
4.1. 向胖东来等优秀同行学习，门店调改成效显著	9
4.2. 名创优品拟入股永辉超市，有望实现协同	12
5. 盈利预测与投资建议	14
5.1. 关键假设与盈利预测	14
5.2. 投资建议	15
6. 风险提示	16

图表目录

图 1:	2023 年我国连锁商超销售额排名: 永辉超市名列第二.....	4
图 2:	永辉超市年坪效呈下降趋势.....	5
图 3:	永辉超市收入及增速.....	5
图 4:	永辉超市归母净利润及增速.....	5
图 5:	永辉超市利润率.....	5
图 6:	永辉超市费用率.....	5
图 7:	永辉超市调整门店结构, 优化亏损门店, 总门店数下降.....	6
图 8:	超市增速跑输电商和消费大盘.....	7
图 9:	社区团购平台大促 GMV (亿元)	7
图 10:	申万超市行业: 收入及利润增速.....	7
图 11:	万辰集团量贩零食店数量高增.....	8
图 12:	山姆中国门店数高增.....	8
图 13:	名创优品门店数高增.....	8
图 14:	泡泡玛特门店数快速增长.....	8
图 15:	永辉超市 11 月部分待开业调改门店.....	9
图 16:	永辉调改门店 (北京店) 整体效果图.....	10
图 17:	调改门店内的胖东来自有品牌产品.....	10
图 18:	调改门店新增熟食区.....	10
图 19:	部分调改门店新增餐饮区.....	10
图 20:	交易前后永辉超市股权变动一览.....	13
图 21:	名创优品产品品类.....	13
图 22:	名创优品自有品牌 SKU 数量.....	13
图 23:	永辉超市收入预测.....	15
图 24:	永辉超市归母净利润预测.....	15
表 1:	永辉超市租赁相关费用测算.....	6
表 2:	永辉学习胖东来调改门店列表 (截至 11 月 8 日情况)	9
表 3:	永辉超市调改门店调改效果显著, 开业后客流、营业额均大幅增长.....	11
表 4:	永辉传统门店模型 vs 调改店模型.....	12
表 5:	永辉超市-收入预测关键假设	14
表 6:	永辉超市-利润率关键假设	15
表 7:	行业公司估值表 (更新至 2024.11.17)	16

1. 永辉超市简介：国内最大连锁超市之一

1.1. 行业地位：国内营业额最高的连锁商超集团之一

永辉超市是目前国内最大的连锁超市集团之一。根据 CCFA（中国连锁经营协会）统计，2023 年，永辉超市的经营规模（协会估算口径，含税）为 855.5 亿元，仅次于沃尔玛集团的 1202 亿元。

然而，就线下营业额而言，永辉超市或与沃尔玛集团等量齐观。根据永辉财报，2023 年永辉超市的线上占比为 20.47%，而沃尔玛中国 FY2024 的线上占比约 45%。据此估算，2023 年永辉超市线下销售额（协会口径）约为 680 亿元，沃尔玛为 661 亿元。也就是说，2023 年永辉超市线下门店的销售额是沃尔玛中国（即沃尔玛+山姆）的总和。

图1：2023 年我国连锁商超销售额排名：永辉超市名列第二

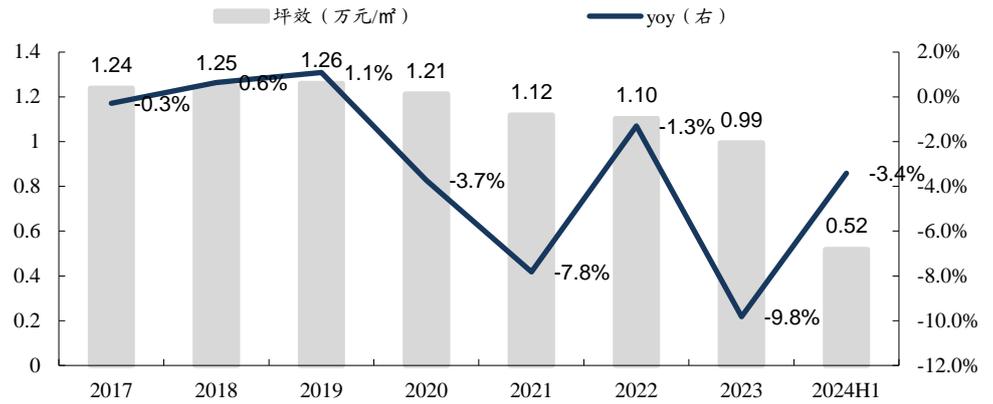
序号	企业名称	超市品牌	2023 销售规模总计 (含税万元)	销售额同比%	2023 门店总数	门店数同比%
1	沃尔玛（中国）投资有限公司	沃尔玛、山姆	12021700	10.0	365	3.7
2	永辉超市股份有限公司	永辉	8555149	(12.7)	1009	(3.4)
3	康成投资（中国）有限公司	大润发、大润发 Super、大润发 Mini、M 会员店	7720746	(13.8)	528	(9.3)
4	华润万家（控股）有限公司	华润万家、Ole、华润苏果	6253300	(9.7)	2694	(13.9)
5	盒马（中国）有限公司	盒马鲜生等	5900000	(3.3)	360	20.0
6	物美科技集团有限公司	物美、麦德龙	5656290	(8.6)	1122	6.1
7	联华超市股份有限公司	联华、华联	5256936	(8.5)	3356	0.1
8	家家悦控股集团股份有限公司	家家悦、世伴	2983833	(4.2)	917	(1.7)
9	中百仓储超市有限公司	中百仓储、中百超市	2045365	(7.5)	881	(0.2)
10	广州市钱大妈农产品有限公司	钱大妈	1372760	(9.7)	2936	(2.1)
11	广州易初莲花连锁超市有限公司	卜蜂莲花	1203126	(20.8)	119	(14.4)
12	利群集团股份有限公司	利群	1120744	1.6	520	(1.5)
13	永旺（中国）投资有限公司	永旺	1012839	(2.8)	70	(1.4)
14	河南大张实业有限公司	大张、长申、盛德美	960600	10.6	95	1.1
15	重庆百货大楼股份有限公司	重百超市、新世纪超市	886802	(4.1)	152	(6.2)
16	天虹数科商业股份有限公司	SP@CE 天虹超市	878123	(4.6)	116	(2.5)
17	江苏吉麦隆商业管理有限公司	吉麦隆	800000	0.0	105	0.0
18	长春欧亚集团股份有限公司	欧亚	797365	(15.4)	146	1.4
19	北国商城股份有限公司	北国超市	786219	6.1	60	1.7
20	信誉楼百货集团有限公司	信誉楼	700740	10.0	43	0.0

数据来源：CCFA，东吴证券研究所（注：均为协会统计口径，与各公司公告口径或有差异）

1.2. 近年经营承压，坪效下滑、出现亏损

在过去数年中，由于行业层面和竞争层面的原因，永辉超市的经营情况有较明显承压。从最能反映线下零售实体经营状况的坪效上看，近年来永辉超市的经营有所承压。2023 年，永辉超市年坪效为 0.99 万元，同比-9.8%。2020 年以来，公司坪效一直呈现下降趋势，2023 年坪效相比 2019 年高点累计下滑 21%。

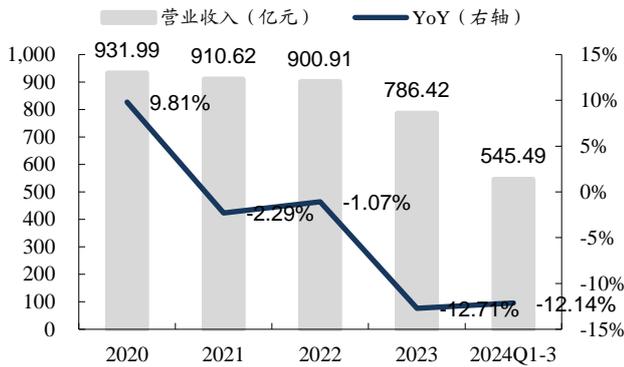
图2: 永辉超市年坪效呈下降趋势



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所测算 (分母为期初和期末面积的平均数)

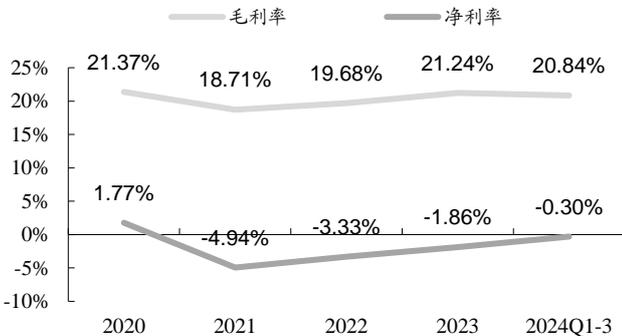
坪效下滑不但影响收入, 也影响利润率。超市企业经营杠杆较高, 随着坪效下滑, 房租、人工、经营场所的折旧摊销等固定开支将无法得到有效摊薄, 从而造成费用率升高、利润率下降。2021年公司开始出现亏损, 利润率较疫情前也有较为明显的下滑。

图3: 永辉超市收入及增速



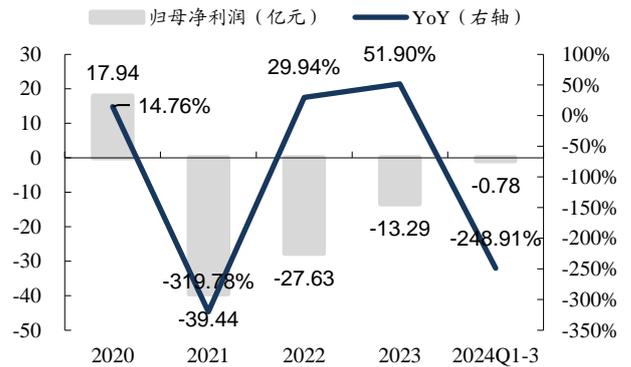
数据来源: wind, 公司公告, 东吴证券研究所

图5: 永辉超市利润率



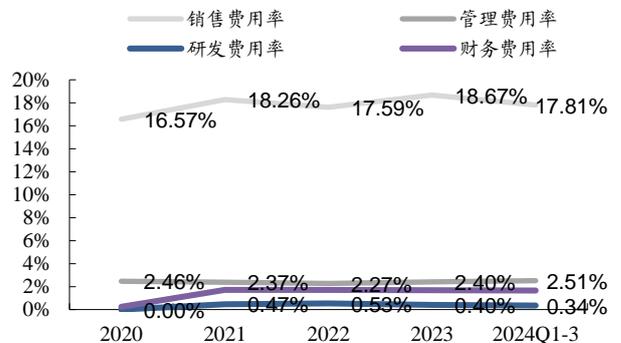
数据来源: wind, 东吴证券研究所

图4: 永辉超市归母净利润及增速



数据来源: wind, 公司公告, 东吴证券研究所

图6: 永辉超市费用率



数据来源: wind, 东吴证券研究所

2. 随租赁费用减少&精减门店优化经营，业绩有望改善

2.1. 新租赁准则影响短期会计利润，未来将会改善

2021年开始实施的新租赁准则中，承租人不再区分经营租赁和融资租赁，而是统一确认使用权资产和租赁负债，分别计提折旧和利息费用。因此在新准则下，租赁相关费用的确认会呈现“先高后低”的情形。2021年由于采用新准则，在门店面积变化不大的前提下，永辉超市租赁相关费用同比增长14.4亿元。此后，单位面积下的使用权资产摊销和租赁负债利息的逐年减少，预计公司未来的会计利润率也将会有所提升。

表1: 永辉超市租赁相关费用测算

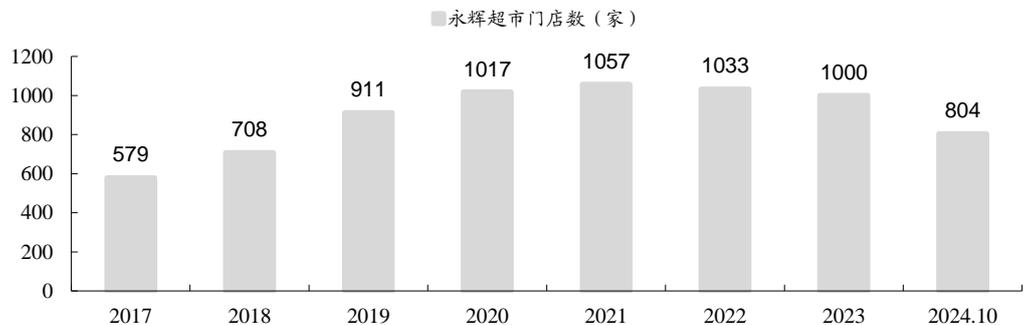
	2020年	2021年	2022年	2023年
门店数(个)	1017	1057	1033	1000
门店面积(万平方米)	802	828	806	775
租赁相关费用(亿元):				
销售费用-房租及物业管理费	28.10	7.51	6.46	6.56
管理费用-房租及物业管理费	0.80	0.61	0.23	0.07
使用权资产折旧	-	22.28	21.66	19.90
租赁负债利息支出	-	12.89	12.58	11.28
租赁相关费用合计	28.90	43.29	40.93	37.81
单位租赁费用(元/平米/年)	375.98	531.43	501.21	478.39
yoy	-	41%	-6%	-5%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所测算(注: 单位租赁费用的分母采用期初期末平均面积)

2.2. 精减亏损门店，未来亏损幅度有望收窄

近期公司不断关闭亏损门店，并减少中后台费用开支，亏损已有所改善。①优化门店结构，公司门店数从2024年初的1000家，下降至2024M10的804家，短期可能会有关店费用，但改善长期盈利。②优化中后台费用开支，公司管理/研发费用从2021年的21.55/4.28亿元，下降至2023年的18.87/3.18亿元，当然公司信息化转型相关开发投入也已过高峰。

图7: 永辉超市调整门店结构，优化亏损门店，总门店数下降

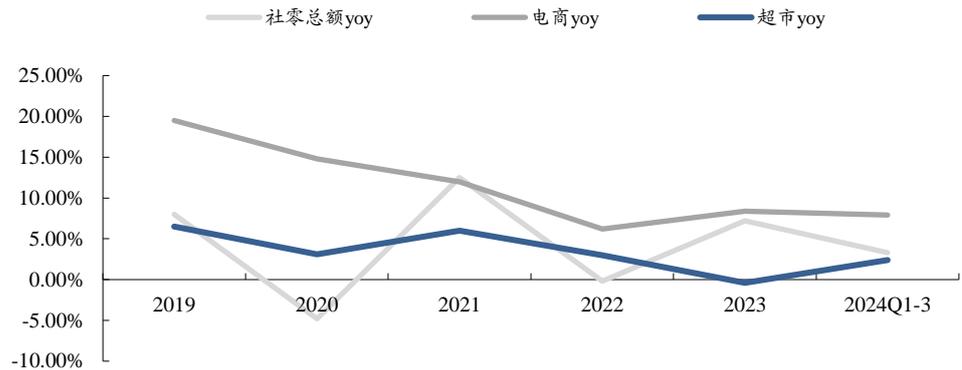


数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

3. 超市行业：竞争业态退坡迎来喘息窗口，经营思路需要转变

近年来我国超市行业规模增速长期跑输电商，也跑输社零总额。2019-2023年，根据国家统计局，我国超市/电商/社零总额的复合增速为3.6%/12.1%/4.4%。超市跑输消费大盘的原因，我们认为主要是经营效率落后、经营模式未能与时俱进，导致其份额被电商和其他新兴业态（比如潮流零售、会员店、折扣店、量贩零食店等）冲击挤压。

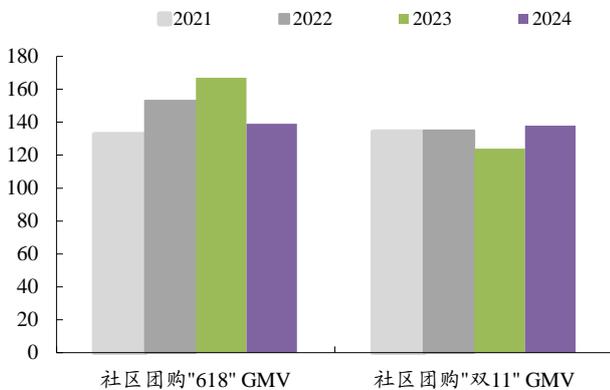
图8：超市增速跑输电商和消费大盘



数据来源：国家统计局，东吴证券研究所（注：超市增速采用限额以上超市零售额累计同比，电商为网上实物商品零售额累计同比）

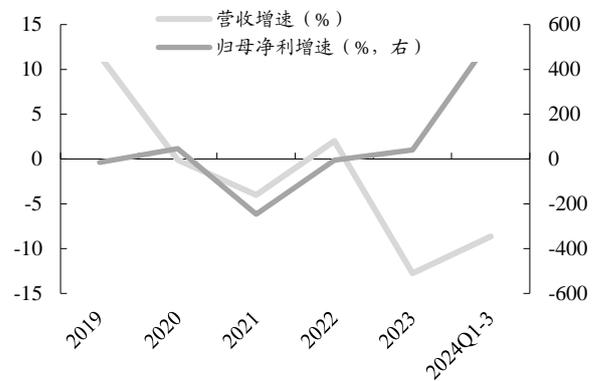
近年社区团购平台的补贴退坡，使超市行业经营有所好转。近些年超市行业受到的最大冲击当属2021年前后的社区团购平台，彼时社区团购巨头通过补贴获客，严重影响商超生鲜和生活必需品基本盘。2022~23年，社区团购平台开始退坡（见下图大促期间销售额增速放缓），商超行业的利润随之开始逐渐修复。

图9：社区团购平台大促 GMV (亿元)



数据来源：星图数据，东吴证券研究所

图10：申万超市行业：收入及利润增速



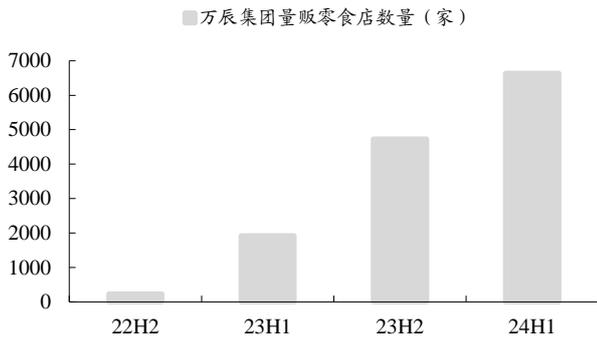
数据来源：wind，东吴证券研究所

然而，从中长期视角看，超市行业亟待转型和改革。消费者对于渠道的需求，无非是多快好省。既然线下零售在履约效率端已经很难与电商+快递的体系匹敌，那么传统的“二房东”式大卖场将在未来逐渐衰落。未来线下渠道必须在产品品质或购物体验上取得优势，才能实现生存。

目前国内线下零售发展较好的业态，均在体验或品质上有可取之处：①量贩零食店，合理的价格+快速触达即时享受；②山姆中国等会员店，提供高品质的独家产品和良好的购物体验；③以名创优品、泡泡玛特为代表的潮流零售，主要满足消费者的悦己需求。

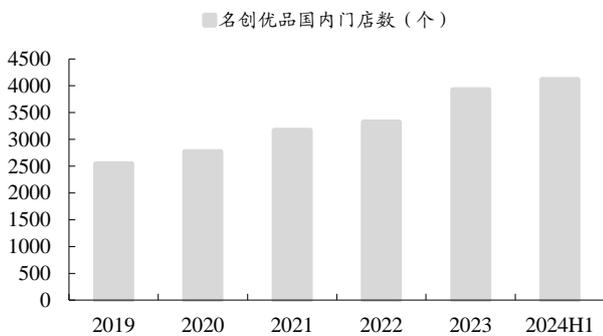
综上，我们认为商超超市行业未来突围的方式包括：①做好电商难以触及的生鲜品类，持续改善供应链效率和货源品质（暂无特别好的例子）；②做好服务&用户体验，满足用户的精神需求（参考名创、胖东来等）；③做好产品，通过高品质自有产品打造差异化（参考山姆、胖东来等），这也是目前综合电商平台不具备的能力，是线下渠道用以构建长期壁垒的重要抓手。对于永辉超市而言，其生鲜供应链在业内有一定的优势，但还未能展现出突出的价格和利润率优势，需要继续巩固；而服务及购物体验、自有产品等方面，是未来长期改善的着手点。

图11: 万辰集团量贩零食店数量高增



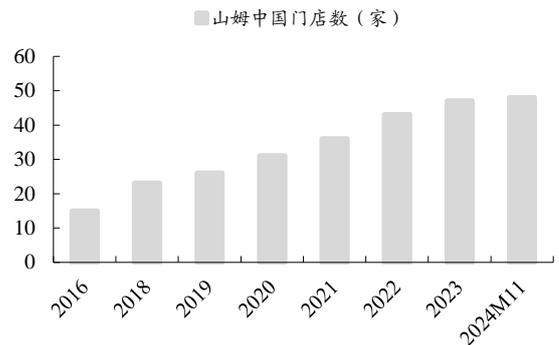
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图13: 名创优品门店数高增



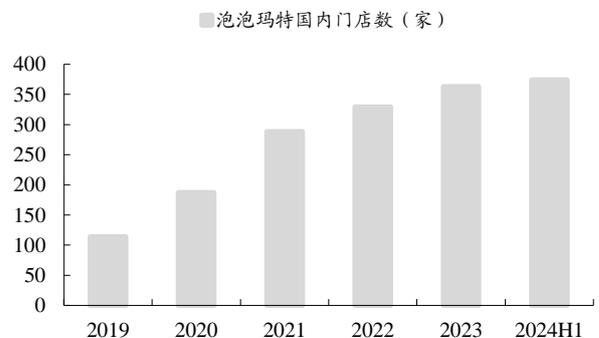
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图12: 山姆中国门店数高增



数据来源：赢商网，职业零售网，公司官网，东吴证券研究所

图14: 泡泡玛特门店数快速增长



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

4. 公司近期变化：门店调改卓有成效，名创优品入股有望协同

4.1. 向胖东来等优秀同行学习，门店调改成效显著

永辉超市正在向胖东来等优秀同行学习，调改门店。2024年6月首店开业起，截至11月8日，永辉超市胖东来调改门店已经开业13家。其中，郑州的三家门店为胖东来帮扶调改，其余10家门店为永辉自主调改。根据公司官网新闻稿，预计到2025年春节前，调改门店数量将达到40~50家。

表2：永辉学习胖东来调改门店列表（截至11月8日情况）

序号	城市	门店	调改开业时间
1	郑州	信万广场店	06月19日
2	郑州	瀚海海尚店	08月07日
3	西安	中贸广场店	08月31日
4	合肥	东风大道店	09月01日
5	福州	公园道店	09月12日
6	杭州	滨江宝龙	09月14日
7	郑州	裕华广场店	09月20日
8	贵阳	金源购物中心店	09月30日
9	成都	锦江文华广场店	10月11日
10	北京	石景山喜隆多店	10月20日
11	福州	长乐万星店	11月01日
12	深圳	卓悦汇店	11月08日
13	福州	五四北店	11月08日

数据来源：公司公告，证券时报，当地官方新闻&报纸，东吴证券研究所

注：西安金地店为预计开业时间；未开业门店并未完全统计；表中年份均为2024年；表中加粗的三个门店为胖东来帮扶调改，其余为永辉自主调改。

图15：永辉超市11月部分待开业调改门店

学习胖东来自主调改 11月待开业门店



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

永辉超市学习胖东来调改门店，相比原有店铺的改变之处在于：

- 改变产品结构：**①引入胖东来自有品牌产品，如DL啤酒、洗衣液、果汁、零食等。②重新规划产品结构，如深圳卓悦汇店产品结构接近胖东来80%；郑州裕华广场店重新规划1.35万个单品，新增单品占比81%，商品结构达到胖东来的90%以上。③对产品结构进行本地化，如深圳卓悦汇店进口商品占比从7%提升至21%，并结合本地口味引入潮汕牛肉、乳鸽等产品。④培育永辉自己的自有品牌，比如深圳卓悦汇店引入永辉优选腰果、台式香肠、庄园黑猪等。
- 优化员工服务：**①缩短营业时间，如文华广场店的营业时间从8~22点缩短至9:30至21:30。②增加员工人手，如郑州瀚海海尚店调改店的平均人工数量从原门店64增加至200人左右，以满足大量人流量的服务需求。③增加员工薪酬，如瀚海海尚店基层最低工资从2800增至4500元起。④给员工提供休息室、培训室等场所。⑤最重要的是拥抱胖东来的组织文化，改善管理，提升基层工作效率，发扬其自发性。

图16：永辉调改门店（北京店）整体效果图



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

图17：调改门店内的胖东来自有品牌产品



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

图18：调改门店新增熟食区



数据来源：实地拍摄，东吴证券研究所

图19：部分调改门店新增餐饮区



数据来源：实地拍摄，东吴证券研究所

- **门店布局调整，提供更多的体验类、新增熟食、烘焙等。**①此前永辉的熟食、烘焙品类在销售额中占比并不高，且大多是通过联营方式经营，调改门店中大幅增加了烘焙和熟食的自营占比，这些品类是高体验感的品类，有助于引流&盈利。②提供试吃等体验项目。

（注：以上内容来源为公司官网新闻稿&实地调研）

调改效果：试运营期间客流&店效大幅提升，但长期持续性仍然有待观察。

从公司官网发布的新闻稿上看，第一批调改门店在开业后，客流量和营业额均取得翻倍增长，大多数门店相较调改前翻5倍，部分门店高达8-10倍以上。

其中：①首家自主调改的西安店试营业2天日均销售额达到160万元，营业额较此前平均水平增长8倍，客流量增长4倍以上。②福州自主调改的公园道店，首日销售额突破110万，较此前日均销售额增长5倍，日均客流增长6.5倍。

当然，这其中必然存在新店效应，这些调改门店稳定下来之后的业绩和模型是更为重要的经营指标。

表3：永辉超市调改门店调改效果显著，开业后客流、营业额均大幅增长

门店	调改效果
深圳卓悦汇店	3天消费客流超5万人次，销售额约550万元，日均消费客流约为调改前4.2倍，日均销售额约为调改前8倍。
福州五四北	开业3天销售额约470万元，消费客流约5.5万人次。
北京石景山店	首日支付客流约1.4万人次，超5万人进入超市，单日销售总额达到170万元，超过调改前日均销售的6倍。
福州公园道店	中秋销售额近600万元，客流量突破5.6万人次，开业首周销售额即超1000万元；西安中贸广场店中秋期间销售额接近540万元，客流量突破4.2万人次
郑州信万广场店	近3个月内日均销售额达163万元，日均客流超1万人次，分别为调改前的14.8倍和5倍。
西安中贸广场店	开业前两日日均销售额达到160万元，门店日均客流超1.4万人。此前日均销售额约为20万，日均客流3000人左右。

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

根据我们的测算，永辉胖东来调改门店的门店模型较此前传统门店有较大改善。但未来仍然要关注未来新开的自主复制门店是否能保持现有利润率，以及开业一段时间后店效坪效是否会劣化。

表4: 永辉传统门店模型 vs 调改店模型

	永辉传统门店	永辉调改门店	备注
营业额			
年营业额 (万元)	7674	29200	
日均店效 (万元)	21	80	
坪效 (万元/年)	0.99	5.84	
面积 (平米)	7752	5000	
综合毛利率	21.24%	20%	
人工			
用工人数 (人)	90	210	
月平均工资 (元, 税前)	5500	7000	
人工费用 (万元/年)	594	1764	
人工费用率	7.7%	6.0%	
租金			
租金金额 (万元/年)	300	450	
费用率	3.9%	1.5%	
Capex			
装修费用 (万元)	800	1300	传统门店是开一家店的费用, 调改门店改造投入 800-900w, 加上老店剩余摊销 400-500w (假设)
摊销周期 (年)	7	7	根据年报, 公司机器设备折旧年限为 5~10 年, 残值率为 5%。
折旧摊销 (万元/年)	114	186	
费用率	1.5%	0.6%	
利润			
其他费用 (万元)	730	2352	物流、水电、耗材、中后台等
费用率	10%	8%	
营业利润 (万元)	-108	1,088	
利润率	-1.4%	3.7%	
净利润 (万元)	-81	816	
净利润率	-1.1%	2.8%	

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所根据实地调研情况测算

4.2. 名创优品拟入股永辉超市, 有望实现协同

事件: 9月23日, 名创优品宣布, 拟以 62.7 亿元现金, 收购永辉超市 29.4% 的股份; 交易完成后名创优品将成为永辉超市第一大股东。

交易详情: 1) 此次交易不涉及从二级市场中直接购买股权: ①原第一大股东牛奶公司拟出售永辉 21.1% 的股权, 交易完成后将不再持有永辉股份; ②原第二大股东京东系 (包括京东世贸、宿迁涵邦两家子公司) 拟出售永辉 8.3% 的股份, 交易完成后仍持有

2.9%的股份。2) 此次交易的对价为每股 2.35 元，相较公告前一日收盘价溢价 3.1%，相较前 20 日交易日的交易量加权均价溢价 3.5%。

图20: 交易前后永辉超市股权变动一览

股东名称	本次权益变动前		本次权益变动后	
	持股数量 (股)	持股比例	持股数量 (股)	持股比例
牛奶公司	1,913,135,376	21.08%	-	-
京东世贸	633,658,197	6.98%	266,431,001	2.94%
宿迁涵邦	387,772,804	4.27%	-	-
骏才国际	-	-	2,668,135,376	29.40%

数据来源: wind, 公司公告, 东吴证券研究所。注: 据 wind, 宿迁涵邦由京东电商 (香港) 100%持股; 京东世贸由京东集团 (9618.HK) 100%持股。

名创优品是国内自有品牌连锁潮流零售的龙头企业，入股永辉有望实现协同：

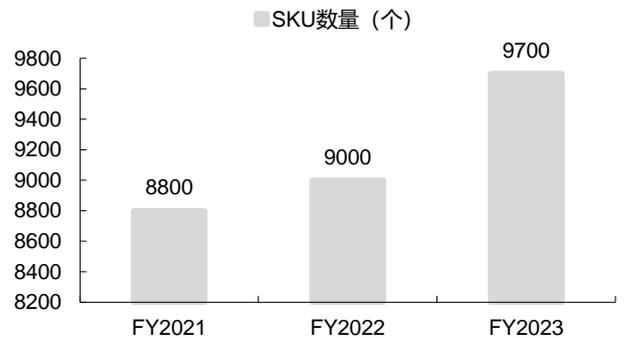
第一，帮助永辉提升自有产品的能力：在超市行业调改过程中，打造自有品牌体系是非常重要的的一环，而名创优品是目前国内自有产品打造能力最强的线下零售连锁品牌之一，名创在日用品领域的自有品牌经验有望帮助永辉超市实现自有品牌突破。

图21: 名创优品产品品类



数据来源: 名创优品官网, 东吴证券研究所

图22: 名创优品自有品牌 SKU 数量



数据来源: 名创优品公告, 东吴证券研究所

第二，管理效率和治理方面的协同：对于线下零售而言管理效率是非常重要的核心竞争力。名创优品是国内率先将信息系统用于供应链管理的企业，并基于此实现了供应链快反，打造了产品层面的核心竞争力。永辉近年来也大量投入了信息化建设，名创入主之后或有望帮助永辉强化其信息化管理能力。此外，名创作为国内零售业龙头，也有望与永辉实现管理经验互补，提升公司治理水平。

5. 盈利预测与投资建议

5.1. 关键假设与盈利预测

收入预测：我们通过门店、单店面积、坪效来预计公司收入。

门店数：预计未来继续精减门店。公司近年来不断优化门店结构，关闭亏损门店。截至 2024 年 10 月底，门店数较年初减少 196 家至 804 家。因此我们预计未来一段时间公司门店数量将持续减少，但未来 2 年减少的速度将低于 2024 年。

单店面积：公司关闭门店大多数是面积较大的老店，随着公司继续精减门店，我们预计公司平均单店面积将进一步下降。此外，至 2024.11 公司调改门店的经营面积大多为 3000~6000 平米，因此我们预计未来公司平均单店面积将向这个范围靠拢。

坪效：由于行业竞争、公司整体经营问题、CPI 较低，公司坪效有所下降。2023 年公司坪效同比-9.8%，降幅较大。我们预计，随着竞争改善、公司门店调改，以及未来有可能出现的 CPI 好转，2025 年公司坪效有望改善，远期有望回到疫情前水平（约 1.2~1.3 万元）。

表5: 永辉超市-收入预测关键假设

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
门店数（家）	1033	1000	800	720	680
平均单店面积（m ² ）	7799	7752	7566	7484	7454
坪效（万元/m ² /年）	1.10	0.99	0.99	1.19	1.27
yoy	-1.3%	-9.8%	0.0%	20.0%	6.0%
营业收入（百万元）	90,091	78,642	68,674	68,297	66,168
Yoy	-1.1%	-12.7%	-12.7%	-0.5%	-3.1%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所预测

利润端：

毛利率：假设毛利率稳定在 21% 左右水平，公司逐步取消老店采购环节的后台费用，短期可能带来毛利率压力，长期考虑公司经营修复及调改门店增多，或稳定在 21% 左右的水平。未来若经营情况超预期、坪效持续超预期，公司有可能调低毛利率以进一步巩固竞争优势。

销售费用率：销售费用主要由门店相关的租金、职工薪酬、折旧摊销等构成。我们预计未来持续下降。原因：①坪效提升摊薄固定开支，②新租赁准则之下未来每年的使用权资产摊销金额会逐年减少，③公司精减亏损门店。

管理/研发费用率：我们预计未来费用率将会保持稳定。公司将持续提升自有产品的

开发和占比，因此会产生一定的中后台开支。公司将继续投入研发和零售信息化，以巩固自身的竞争优势。

财务费用率：主要为租赁负债的应计利息，未来随着租金支付（租赁负债偿还），以及公司精减门店，财务费用率或稳中有降。

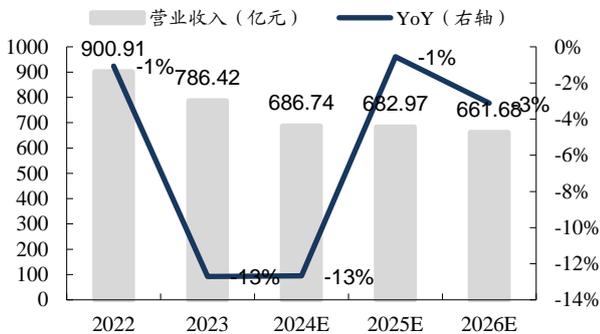
表6: 永辉超市-利润率关键假设

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
综合毛利率	19.7%	21.3%	20.8%	21.0%	21.4%
销售费用率	17.6%	18.7%	18.6%	17.2%	16.9%
管理费用率	2.3%	2.4%	2.5%	2.5%	2.5%
研发费用率	0.5%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%
财务费用率	1.7%	1.7%	1.7%	1.6%	1.6%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

综上，我们预计公司未来将持续精减门店，同时通过调改来优化门店的整体经营情况。因此我们预计收入将会维持稳定，其中坪效店效提升而门店数下降；利润率、归母净利润将持续改善。我们预计 2024~2026 年归母净利润为-5.2/ 2.7/ 5.6 亿元，同比+61%/ +152%/ +109%。

图23: 永辉超市收入预测



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图24: 永辉超市归母净利润预测



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

5.2. 投资建议

我们预计公司归母净利润对应 2025 年 P/E 为 146 倍。选取红旗连锁、家家悦、步步高、高鑫零售（均为龙头连锁商超）作为可比公司，2023~2025 年可比公司平均 P/E 为 30/33/25 倍。但可比公司之间的估值差异较大，如 2024-25E，红旗连锁 P/E 为 12/11 倍，高鑫零售为 57/35 倍。这主要因为目前超市行业的经营格局仍然受行业整体因素影响，未来几年间随着公司自身经营调整、以及行业环境改善，利润有望好转。

我们认为永辉超市作为国内龙头超市，且近期学习胖东来调改已经显现出一定的成

效，是未来经营弹性较大的企业。首次覆盖，给予“增持”评级。

表7：行业公司估值表（更新至 2024.11.17）

代码	简称	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	归母净利润（亿元）			P/E			投资 评级
				2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	
002697.SZ	红旗连锁	70	5.14	5.61	5.78	6.10	12	12	11	未评级
603708.SH	家家悦	65	10.17	1.36	2.08	2.32	48	31	28	未评级
002251.SZ	ST 步步高	97	3.62	-18.89	-	-	-	-	-	未评级
6808.HK	高鑫零售	188	2.14	-16.05	3.32	5.37	-	57	35	未评级
可比公司均值							30	33	25	
601933.SH	永辉超市	394	4.34	-13.29	-5.22	2.69	-	-	146	增持

数据来源：Wind，东吴证券研究所

注 1：表中已评级标的的净利润预测为东吴证券研究所预测；未评级标的采用 Wind 一致预期；

注 2：除收盘价为原始货币外，其余货币单位均为人民币。PE 按港币：人民币=0.92:1 换算（2024.11.17）；

注 3：高鑫零售表中对应财期为 FY2024A, FY2025E, FY2026E。

6. 风险提示

消费需求波动：对于公司未来盈利的关键假设中，最关键、弹性最大的指标是坪效。未来倘若出现消费需求波动，将会影响公司的坪效/同店收入表现，并同时影响公司的营收和利润率。

调改效果、调改店复制仍然存在不确定性：截至 11 月 8 日公司仅有 13 家调改门店。尽管这些调改门店的客流、销售额、客单价均取得较好反馈，但未来调改的：①业绩持续性，②推进/复制速度，③复制&加密之后的调改门店业绩，仍然存在较大的不确定性。

新业态冲击/行业竞争加剧：过去 5 年间，由于电商、社区团购、前置仓等新业态的冲击，超市行业的盈利情况受到影响。疫情结束后尽管存在一定的修复，但未来如果再次出现新零售业态、出现竞对补贴，将可能对行业的经营产生冲击。

名创优品入股事项相关不确定性：名创优品拟从牛奶国际、京东收购 29% 的永辉超市股权，交易完成后将成为永辉超市第一大股东。

永辉超市三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	19,036	15,014	13,097	14,322	营业总收入	78,642	68,674	68,297	66,168
货币资金及交易性金融资产	6,575	3,395	1,408	2,978	营业成本(含金融类)	61,940	54,393	53,952	52,029
经营性应收款项	1,607	1,434	1,431	1,382	税金及附加	218	190	189	183
存货	8,269	7,706	7,778	7,501	销售费用	14,680	12,752	11,743	11,193
合同资产	0	0	0	0	管理费用	1,887	1,717	1,707	1,654
其他流动资产	2,585	2,479	2,481	2,462	研发费用	318	206	205	199
非流动资产	33,016	29,345	27,960	26,875	财务费用	1,323	1,170	1,100	1,047
长期股权投资	3,232	3,232	3,232	3,232	加:其他收益	186	82	82	79
固定资产及使用权资产	20,875	18,121	17,060	16,289	投资净收益	396	378	376	364
在建工程	240	189	153	128	公允价值变动	(76)	(218)	0	0
无形资产	1,038	760	482	204	减值损失	(612)	39	39	39
商誉	4	4	4	4	资产处置收益	355	824	273	132
长期待摊费用	2,302	2,302	2,302	2,302	营业利润	(1,476)	(648)	171	478
其他非流动资产	5,325	4,737	4,726	4,715	营业外净收支	114	114	105	100
资产总计	52,052	44,359	41,057	41,196	利润总额	(1,361)	(535)	276	578
流动负债	24,727	17,724	14,125	13,642	减:所得税	103	41	(21)	(44)
短期借款及一年内到期的非流动负债	6,923	5,849	2,117	2,117	净利润	(1,465)	(575)	297	622
经营性应付款项	9,922	9,158	9,309	8,905	减:少数股东损益	(136)	(53)	28	58
合同负债	4,851	0	0	0	归属母公司净利润	(1,329)	(522)	269	564
其他流动负债	3,031	2,717	2,699	2,620	每股收益-最新股本摊薄(元)	(0.15)	(0.06)	0.03	0.06
非流动负债	21,390	21,342	21,342	21,342	EBIT	(304)	635	1,376	1,625
长期借款	350	350	350	350	EBITDA	3,293	2,487	3,229	3,481
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	21.24	20.80	21.00	21.37
租赁负债	20,781	20,781	20,781	20,781	归母净利率(%)	(1.69)	(0.76)	0.39	0.85
其他非流动负债	259	211	211	211	收入增长率(%)	(12.71)	(12.68)	(0.55)	(3.12)
负债合计	46,117	39,066	35,467	34,984	归母净利润增长率(%)	51.90	60.73	151.62	109.48
归属母公司股东权益	5,939	5,351	5,620	6,185					
少数股东权益	(4)	(58)	(30)	27					
所有者权益合计	5,935	5,293	5,590	6,212					
负债和股东权益	52,052	44,359	41,057	41,196					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	4,569	(3,724)	2,551	2,761	每股净资产(元)	0.65	0.59	0.62	0.68
投资活动现金流	256	3,157	325	(135)	最新发行在外股份(百万股)	9,075	9,075	9,075	9,075
筹资活动现金流	(6,572)	(2,395)	(4,863)	(1,057)	ROIC(%)	(0.87)	2.06	4.84	6.00
现金净增加额	(1,746)	(2,962)	(1,987)	1,569	ROE-摊薄(%)	(22.38)	(9.75)	4.79	9.12
折旧和摊销	3,597	1,852	1,854	1,856	资产负债率(%)	88.60	88.07	86.38	84.92
资本开支	(656)	2,306	36	(412)	P/E(现价&最新股本摊薄)	(29.63)	(75.47)	146.21	69.80
营运资本变动	1,047	(5,106)	62	(138)	P/B(现价)	6.63	7.36	7.01	6.37

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>