

永辉超市(601933)

报告日期: 2025年04月27日

## 调改加速, 弹性可期

### ——永辉超市年报点评报告

#### 投资要点

- 公司 2024 年实现营业收入 675.74 亿元, 同比-14.07%, 实现归母净利润-14.65 亿元, 扣非归母净利润-24.10 亿元, 扣非归母净利率 0.08%, 同比-1.05pct。公司 2025Q1 实现营业收入 174.79 亿元, 同比-19.32%, 实现归母净利润 1.48 亿元, 同比-79.96%, 实现归母扣非净利润 1.37 亿元, 同比-77.07%, 扣非归母净利率 2.76%, 同比-1.98pct。
- 公司收入波动主要和门店减少有关, 调改店盈利已经初具成效。公司 2024 年关闭 232 家尾部门店, 截至 2024 年年底公司共有 775 家门店。25Q1 门店数继续减少。截至 25Q1 公司只完成了 47 家门店的调改, 因此对销售额贡献较少。但是调改店利润已经初具规模, 根据永辉同道公众号, 25Q1, 41 家开业满 3 个月的“稳态调改店”实现了 3 月单月 1470 万元的利润、一季度累计利润达 7472 万元。单月单店利润将超过 30 万元。考虑 3 月为新年后传统零售的淡季, 则展望 2025 年日销有望持续复苏。
- 调改后加工熟食占比提升, 毛利率因为供应链改革有所承压。分业务, 2024 年食品用品/生鲜及加工/其他/租赁收入分别收入 349.43/288.25/26.73/11.33 亿元, 同比-14.03%/-12.82%/-28.08%/-6.77%, 食品用品/生鲜及加工/其他/租赁收入毛利率分别为 18.81%/12.79%/99.96%/78.66%, 同比-0.08pct/-0.37pct/+0.70pct/-2.20pct 未来随着供应链持续优化+品质商品占比提升, 公司毛利率有望恢复。
- 费用边际有所提升, 调改进入稳定期后有望下降。公司 2024 年毛利率为 20.46%, 同比-0.78pct, 销售/管理/研发/财务费用分别占比 19.33%/2.65%/0.27%/1.68%, 同比+0.66pct/+0.25pct/-0.13pct/+0.00pct; 公司 2025Q1 销售/管理/研发/财务费用分别占比 16.63%/2.45%/0.24%/1.46%, 同比+1.04pct/+0.43pct/-0.10pct/+0.01pct
- 继续走向品质零售, 重构零供关系。叶国富提出“三个聚焦、一个反对”: 聚焦核心供应商、聚焦核心大单品、聚焦长期主义, 坚决反对换一个采购员就换一批供应商。截至 2025 年 4 月, 永辉超市已与超 300 家优质供应链企业进入采购洽谈阶段, 包括供货山姆、开市客等美国超市的众多中国企业。
- 投资建议: 调改进入深水区, 供应链改革加快, 裸采模式下优质产品突围, 预计永辉店效持续改善。我们预计公司 2025-2027 年实现营业收入 614.83/922.47/1080.00 亿元, 同比-9.01%/+50.04%/+17.08%, 实现归母净利润 0.63/11.05/18.19 亿元, 对应 PE790X/45X/27X, 维持“买入”评级。
- 风险因素  
消费复苏不及预期风险, 竞争加剧风险, 调改不及预期风险。

#### 投资评级: 买入(维持)

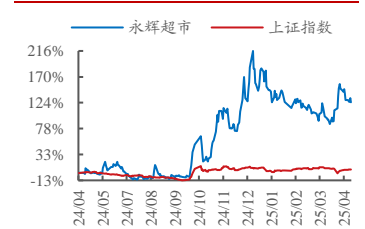
分析师: 宁浮洁  
执业证书号: S1230522060002  
ningfujie@stocke.com.cn

研究助理: 卢子宸  
luzichen@stocke.com.cn

#### 基本数据

收盘价	¥ 5.44
总市值(百万元)	49,368.20
总股本(百万股)	9,075.04

#### 股票走势图



#### 相关报告

- 1 《紫气东来, 焕发新生》 2024.10.31
- 2 《2016H1 业绩略超预期, 分业务集群效应凸显》 2016.08.28
- 3 《一季度业绩略超预期, 长期投资价值凸显时》 2016.04.21

#### 财务摘要

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	67573.82	61482.79	92247.04	108000.00
(+/-) (%)	-14.07%	-9.01%	50.04%	17.08%
归母净利润	-1465.46	62.52	1104.56	1818.87
(+/-) (%)	/	/	1666.62%	64.67%
每股收益(元)	-0.16	0.01	0.12	0.20
P/E	/	789.59	44.70	27.14

资料来源: 浙商证券研究所

## 表附录：三大报表预测值

### 资产负债表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	17271	18338	24143	28944
现金	3996	6316	8516	11348
交易性金融资产	3291	1639	1889	2273
应收账款	263	278	382	284
其它应收款	392	413	605	687
预付账款	791	863	1236	1374
存货	7058	6663	9625	11132
其他	1480	2166	1889	1845
<b>非流动资产</b>	25478	29277	27685	26466
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	2400	3090	2907	2799
固定资产	3586	3181	2872	2659
无形资产	735	585	485	435
在建工程	95	76	61	48
其他	18662	22345	21359	20524
<b>资产总计</b>	42749	47615	51828	55410
<b>流动负债</b>	22727	22700	26784	29039
短期借款	4938	5532	5200	5224
应付款项	8121	7771	11243	12932
预收账款	82	97	127	150
其他	9586	9299	10214	10734
<b>非流动负债</b>	15693	20027	18920	18214
长期借款	0	0	0	0
其他	15693	20027	18920	18214
<b>负债合计</b>	38420	42727	45704	47253
少数股东权益	(110)	(103)	28	243
归属母公司股东权益	4440	4991	6095	7914
<b>负债和股东权益</b>	42749	47615	51828	55410

### 现金流量表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	2191	602	3014	3487
净利润	(1639)	70	1235	2034
折旧摊销	1352	980	907	848
财务费用	1138	454	419	371
投资损失	(522)	(522)	(522)	(522)
营运资金变动	(669)	(1459)	4049	1973
其它	2532	1079	(3073)	(1217)
<b>投资活动现金流</b>	(1123)	1053	(20)	(324)
资本支出	403	199	100	0
长期投资	842	(701)	187	109
其他	(2368)	1555	(307)	(433)
<b>筹资活动现金流</b>	(2932)	665	(793)	(331)
短期借款	(192)	594	(332)	23
长期借款	(350)	0	0	0
其他	(2390)	71	(461)	(355)
<b>现金净增加额</b>	(1864)	2319	2201	2832

### 利润表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入</b>	67574	61483	92247	108000
营业成本	53751	48817	71953	83160
营业税金及附加	214	168	266	316
营业费用	13059	11682	17525	20636
管理费用	1792	1599	2353	2809
研发费用	183	167	250	292
财务费用	1138	454	419	371
资产减值损失	218	(265)	(273)	(146)
公允价值变动损益	(298)	(298)	(298)	(298)
投资净收益	522	522	522	522
其他经营收益	1267	1328	1313	1303
<b>营业利润</b>	(1287)	414	1293	2089
营业外收支	(357)	(357)	(357)	(357)
<b>利润总额</b>	(1644)	58	937	1732
所得税	(5)	(12)	(298)	(301)
<b>净利润</b>	(1639)	70	1235	2034
少数股东损益	(173)	7	131	215
<b>归属母公司净利润</b>	(1465)	63	1105	1819
EBITDA	(105)	1333	2112	2803
EPS (最新摊薄)	(0.16)	0.01	0.12	0.20

### 主要财务比率

	2024	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力</b>				
营业收入	-14.07%	-9.01%	50.04%	17.08%
营业利润	-411.10%	132.20%	212.07%	61.51%
归属母公司净利润	/	/	1666.62%	64.67%
<b>获利能力</b>				
毛利率	20.46%	20.60%	22.00%	23.00%
净利率	-2.42%	0.11%	1.34%	1.88%
ROE	-28.55%	1.36%	20.06%	25.47%
ROIC	-5.42%	1.32%	4.98%	6.95%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	89.87%	89.73%	88.19%	85.28%
净负债比率	17.66%	17.36%	15.41%	14.99%
流动比率	0.76	0.81	0.90	1.00
速动比率	0.45	0.51	0.54	0.61
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	1.43	1.36	1.86	2.01
应收账款周转率	197.47	214.62	246.03	231.57
应付账款周转率	5.99	6.14	7.57	6.88
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	-0.16	0.01	0.12	0.20
每股经营现金	0.24	0.07	0.33	0.38
每股净资产	0.49	0.55	0.67	0.87
<b>估值比率</b>				
P/E	/	789.59	44.70	27.14
P/B	11.12	9.89	8.10	6.24
EV/EBITDA	/	51.42	30.67	21.80

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。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。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>