

加速门店调改，建设供应链体系

核心观点

我们认为行业已经进入资本开支周期见底阶段，中国对于优质性价比的需求空间达到万亿级别，现阶段成功的业态核心在于贴近需求，提供优质供给。我们认为提高质量就是当下提高收入和运营效率的最优策略，胖东来帮扶调改帮助公司重塑供应体系和消费者良性互动关系，取得下一轮周期的先发优势。公司现阶段加快调改门店和降本增效，后续有助于实现更快的经营扭转。

事件

2024年全年公司实现营业收入675.74亿元，同比增长-14.07%，其中第四季度实现营业收入130.25亿元，同比增长-21.32%。全年公司实现归属股东净利润-14.65亿元，同比增长10.26%；扣非净利润-24.10亿元，同比增长21.98%。其中，2024年第四季度归属股东净利润-13.88亿元，同比增长0.45%；扣非净利润-17.49亿元，同比增长9.22%。

2025年一季度公司实现营业收入174.79亿元，同比增长-19.32%。2025年一季度公司实现归属股东净利润1.48亿元，同比增长-79.96%；扣非净利润1.37亿元，同比增长-77.07%。

简评

加速门店更替，强化调改目标

2024年，公司进一步优化门店布局，实现新开超市门店7家，关闭超市门店232家，新签约门店3家，目前门店共计775家。至2025年4月26日，已调改完成门店61家。调改门店的营业收入、客流均实现了大幅增长。在3月份淡季的情况下，公司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。这一结果证明目前的调改策略正在逐步生效。公司2025年将加快调改进度，公司预计至2025年6月底，永辉超市全国调改门店将突破124家，2026年农历春节前目标锁定300家。

聚焦供应链改革，孵化百个亿元单品

公司在2025年初成立改革领导小组后，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，并且为出口受阻企业开通“15天极速上架”绿色通道，并提供品牌推广与新品开发支持。截至2025年4月22日，永辉超市已与超300家优质供应链企业进入采购洽谈阶段，并计划共同孵化100个亿元单品。

永辉超市(601933.SH)

维持

增持

刘乐文

liulewen@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521080003

SFC 编号:BPC301

发布日期：2025年04月28日

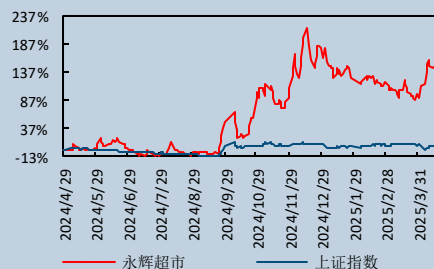
当前股价：5.44元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现(%)

1个月	3个月	12个月
14.29/16.51	-7.33/-8.63	148.40/140.18
12月最高/最低价(元)		7.64/2.14
总股本(万股)		907,503.70
流通A股(万股)		907,503.70
总市值(亿元)		493.68
流通市值(亿元)		493.68
近3月日均成交量(万)		40651.17
主要股东		
广东骏才国际商贸有限公司		29.40%

股价表现



相关研究报告

25.01.29 【中信建投社服商贸】永辉超市(601933):提质即提价，保质即保量

投资建议：公司今年持续降本增效，三费率保持下行趋势。公司今年的调改门店的进度目标高于我们预期，考虑到调改门店前期的成本投入，我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为-3.45 亿元、7.72 亿元、11.42 亿元，对应市盈率分别为-143X/64X/43X。我们认为可调改门店数量及调改效果预期不变，结合相对估值和绝对估值法，公司合理估值水平在 600 亿元，维持“增持”评级。

图 1:公司财务数据及预测

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	19,035.74	17,271.27	15,419.12	16,234.70	17,266.77	营业收入	78,642.17	67,573.82	67,573.00	72,258.00	76,095.50
现金	5,839.07	3,996.19	2,011.24	2,164.14	2,665.16	营业成本	61,939.82	53,750.59	53,129.99	56,499.06	59,163.35
应收票据及应收账款合计	421.74	262.67	341.01	364.65	384.02	营业税金及附加	217.92	213.52	184.66	197.47	207.95
其他应收款	563.97	392.18	454.69	486.21	512.03	销售费用	14,680.13	13,058.92	11,591.57	11,693.67	12,415.01
预付账款	1,185.22	791.16	950.52	1,016.42	1,070.40	管理费用	1,887.15	1,791.78	1,756.90	1,806.45	1,902.39
存货	8,268.98	7,058.38	6,550.27	6,965.64	7,294.11	研发费用	318.27	183.00	135.15	108.39	114.14
其他流动资产	2,756.75	4,770.68	5,111.39	5,237.64	5,341.04	财务费用	1,323.05	1,137.53	918.52	840.74	720.63
非流动资产	33,016.30	25,477.89	24,864.73	23,046.12	21,015.73	资产减值损失	-523.08	-207.84	-377.91	-404.11	-425.57
长期投资	3,231.67	2,400.11	2,400.11	2,400.11	2,400.11	信用减值损失	-88.87	-9.67	-58.67	-62.74	-66.07
固定资产	20,887.43	15,976.77	14,201.65	12,412.94	10,610.62	其他收益	185.52	107.17	100.00	100.00	100.00
无形资产	1,037.95	735.46	661.91	588.67	515.84	公允价值变动收益	-76.34	-297.72	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	7,859.25	6,365.56	7,601.07	7,644.42	7,489.17	投资净收益	396.29	522.43	0.00	0.00	0.00
资产总计	52,052.04	42,749.16	40,283.85	39,280.83	38,282.50	资产处置收益	354.87	1,159.84	200.00	200.00	200.00
流动负债	24,727.07	22,726.70	21,847.11	21,626.93	21,182.11	营业利润	-1,475.78	-1,287.30	-280.37	945.38	1,380.38
短期借款	5,130.22	4,938.12	4,938.12	3,938.12	2,938.12	营业外收入	281.70	167.81	100.00	200.00	300.00
应付票据及应付账款合计	9,816.26	8,121.12	7,860.33	8,203.97	8,428.75	营业外支出	167.33	524.33	200.00	200.00	200.00
其他流动负债	9,780.58	9,667.47	9,048.66	9,484.84	9,815.24	利润总额	-1,361.42	-1,643.82	-380.37	945.38	1,480.38
非流动负债	21,390.24	15,692.95	14,487.61	12,930.14	11,344.72	所得税	103.31	-5.16	0.00	94.54	222.06
长期借款	21,131.35	15,500.30	14,294.96	12,737.49	11,152.07	净利润	-1,464.73	-1,638.66	-380.37	850.84	1,258.33
其他非流动负债	258.88	192.65	192.65	192.65	192.65	少数股东损益	-135.68	-173.20	-35.14	78.61	116.26
负债合计	46,117.30	38,419.65	36,334.72	34,557.07	32,526.83	归属于母公司净利润	-1,329.05	-1,465.46	-345.23	772.23	1,142.07
少数股东权益	-4.33	-110.01	-145.16	-66.55	49.71	EBITDA	3,559.07	2,663.07	3,245.09	4,706.73	5,335.41
股本	9,075.04	9,075.04	9,075.04	9,075.04	9,075.04	EPS (元)	-0.15	-0.16	-0.04	0.09	0.13
资本公积	4,315.33	4,256.36	4,256.36	4,257.36	4,259.36	主要财务比率					
留存收益	-7,451.29	-8,891.88	-9,237.10	-8,542.09	-7,628.44	会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
归属母公司股东权益	5,939.07	4,439.52	4,094.29	4,790.30	5,705.96	成长能力					
负债和股东权益	52,052.04	42,749.16	40,283.85	39,280.83	38,282.50	营业收入(%)	-12.71	-14.07	0.00	6.93	5.31
现金流量表(百万元)						营业利润(%)	55.25	12.77	78.22	437.19	46.01
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	归属于母公司净利润(%)	51.90	-10.26	76.44	323.69	47.89
经营活动现金流	4,568.88	2,191.43	2,038.92	4,559.33	4,997.48	获利能力					
净利润	-1,464.73	-1,638.66	-380.37	850.84	1,258.33	毛利率(%)	21.24	20.46	21.37	21.81	22.25
折旧摊销	3,597.43	3,169.36	2,706.94	2,920.61	3,134.39	净利率(%)	-1.69	-2.17	-0.51	1.07	1.50
财务费用	1,323.05	1,137.53	918.52	840.74	720.63	ROE(%)	-22.38	-33.01	-8.43	16.12	20.02
投资损失	-396.29	-522.43	0.00	0.00	0.00	ROIC(%)	-1.35	-3.63	2.39	8.52	10.79
营运资金变动	1,018.67	265.93	-1,012.40	117.14	24.13	偿债能力					
其他经营现金流	490.75	-220.30	-193.78	-170.00	-140.00	资产负债率(%)	88.60	89.87	90.20	87.97	84.97
投资活动现金流	256.49	-1,123.12	-1,900.00	-931.00	-962.00	净负债率(%)	344.12	379.77	436.09	307.20	198.50
资本支出	650.63	541.53	2,100.00	1,102.00	1,104.00	流动比率	0.77	0.76	0.71	0.75	0.82
长期投资	403.62	1,815.48	0.00	0.00	0.00	速动比率	0.31	0.35	0.28	0.29	0.32
其他投资现金流	-797.77	-3,480.13	-4,000.00	-2,033.00	-2,066.00	营运能力					
筹资活动现金流	-6,571.95	-2,932.33	-2,123.87	-3,475.43	-3,534.46	总资产周转率	1.51	1.58	1.68	1.84	1.99
短期借款	-1,398.26	-192.10	0.00	-1,000.00	-1,000.00	应收账款周转率	186.47	257.26	198.15	198.15	198.15
长期借款	-4,049.57	-5,631.05	-1,205.34	-1,557.47	-1,585.42	应付账款周转率	6.31	6.62	6.76	6.89	7.02
其他筹资现金流	-1,124.12	2,890.83	-918.52	-917.96	-949.05	每股指标(元)					
现金净增加额	-1,746.37	-1,863.57	-1,984.95	152.90	501.02	每股收益(最新摊薄)	-0.15	-0.16	-0.04	0.09	0.13
						每股经营现金流(最新摊薄)	0.50	0.24	0.22	0.50	0.55
						每股净资产(最新摊薄)	0.65	0.49	0.45	0.53	0.63
						估值比率					
						P/E	-37.15	-33.69	-143.00	63.93	43.23
						P/B	8.31	11.12	12.06	10.31	8.65
						EV/EBITDA	13.33	26.83	19.12	12.65	10.70

数据来源：公司公告，中信建投证券

风险分析

- 1.公司目前调改门店进度顺利并不能保证后续所有调改都能够顺利进行，公司目前调改门店的积极表现也可能伴随热度下降而减弱，亦有可能公司适合调改的门店数量没有达到预测的水平。
- 2.公司建设自有商品体系可能存在不确定性，后续如果胖东来逐步结束帮扶调改，消费者对品牌的认知可能减弱，亦有可能在过渡期内未能建设完整的自有商品供应链体系。
- 3.对于品质需求的市场空间可能走向悲观假设，进而导致行业虽然资本开支见底，但回暖的时间长于预期，回暖的力度低于预期。

分析师介绍

刘乐文

中信建投证券社服商贸行业首席分析师。本科毕业于西安交通大学，研究生毕业于美国约翰霍普金斯大学，从事社会服务行业研究八年，对于免税、酒店、餐饮、平台经济等行业拥有深度研究见解和丰富行业积累，曾获得水晶球社会服务行业最佳分析师第一名，新浪最佳分析师，新财富最佳海外研究等评选。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）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而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投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，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。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。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。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

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。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层
 电话：（8610）56135088
 联系人：李祉瑶
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室
 电话：（8621）6882-1600
 联系人：翁起帆
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇广电金融中心 35 楼
 电话：（86755）8252-1369
 联系人：曹莹
 邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
 中环交易广场 2 期 18 楼
 电话：（852）3465-5600
 联系人：刘泓麟
 邮箱：charleneliu@csci.hk