

永辉超市（601933）

2024 年年报及 2025 年一季报点评：经营趋势向好，供应链改造及关店影响短期利润 增持（维持）

2025 年 04 月 29 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

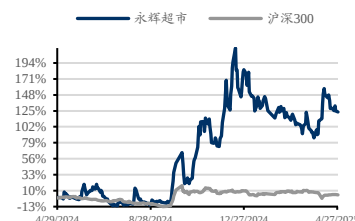
yangjing@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	78,642	67,574	59,616	68,376	78,497
同比（%）	(12.71)	(14.07)	(11.78)	14.69	14.80
归母净利润（百万元）	(1,329.05)	(1,465.46)	(870.60)	235.25	1,434.93
同比（%）	51.90	(10.26)	40.59	127.02	509.96
EPS-最新摊薄（元/股）	(0.15)	(0.16)	(0.10)	0.03	0.16
P/E（现价&最新摊薄）	(37.15)	(33.69)	(56.71)	209.85	34.40

投资要点

- **事件：**永辉超市发布 2024 年年报及 2025 年一季报。2024 年，公司实现收入 676 亿元，同比-14.1%；归母净利润-14.7 亿元，同比-10.3%。扣非净利润-24.1 亿元，同比-22%。2025Q1，公司收入为 175 亿元，同比-19.3%；归母净利润 1.5 亿元，同比-80%；扣非净利润 1.4 亿元，同比-77%。公司收入下降主要是受关店影响。
- **采购改革、关店计提、公允价值损益影响短期业绩：**①采购改革影响短期毛利率，2024 年/2025Q1 公司毛利率同比-0.78pct/-1.35pct，主要是公司在门店调改过程中主动优化商品结构和采购模式，在淘汰旧品、引入新品的过程中主动推动裸价和控后台的策略，此过程中，公司整体毛利率短期受到了一定的影响。②2024 年对集团长期亏损或准备闭店门店的相关资产计提减值准备 2.08 亿元。③2025Q1 公司持有的 Advantage solutions 股票本期产生的公允价值变动损益同比减少 2.49 亿元。④营业外支出有所增长，主要是闭店门店同比增加，长期待摊费用报废所致。
- **采购改造影响毛利率：**2025Q1，公司毛利率/净利率为 21.50%/ 0.76%，同比-1.35pct/-2.59pct。销售/ 管理/ 研发/ 财务费用率分别为 16.63%/ 2.45%/ 0.24%/ 1.46%，同比+1.04/+0.43/-0.10/+0.01pct。研发费用下降主要是因为前期信息系统爱发已基本完成。
- **门店调改和关店在快速推进，关店影响短期收入：**①2024 年底公司门店数为 775 家，同比净减-225 家；经营面积同比-21%。2025Q1 继续关闭长尾门店，门店数同比减少 273 家。门店和经营面积的减少使公司收入下降，但这也是未来要扭亏为盈的必经之路。②调改店仍在快速开店，2024 年底/ 2025Q1/ 一季报披露日，公司调改店数量分别为 31/ 47/ 61 家，看好调改店推广后助力公司业绩改善。③未来公司或仍保持较高的门店调改/关闭的步伐，根据 3 月 17 日公司的股东大会，公司成立改革领导小组，目标 2025 年年底调改门店数量将达到 200 家，并关闭 250-330 家；到 2026 年全部存量门店完成调改。
- **盈利预测与投资评级：**公司整体经营基本面在持续得到改善，包括采购、商品结构、供应链改善，以及门店端调改店加速开店、长期亏损门店关停等。考虑公司供应链改造的短期利润影响和关店成本，我们下调公司短期业绩指引，并给予较高的远期业绩预期。我们将公司 2025-26 年归母净利润从 2.7/ 5.6 亿元，调整至-8.7/ 2.4 亿元；预计 2027 年归母净利润为 14.3 亿元。考虑调改店推进和关闭长尾门店之后公司远期业绩有望展现较好弹性，仍维持“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，行业竞争加剧等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	5.41
一年最低/最高价	2.11/7.87
市净率(倍)	10.77
流通 A 股市值(百万元)	49,095.95
总市值(百万元)	49,095.95

基础数据

每股净资产(元,LF)	0.50
资产负债率(%，LF)	88.73
总股本(百万股)	9,075.04
流通 A 股(百万股)	9,075.04

相关研究

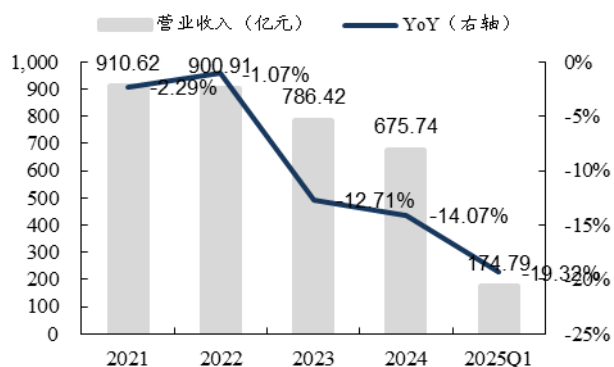
《永辉超市(601933)：“胖改”高歌猛进，线上冲击退坡，有望迎来经营拐点》

2024-11-19

《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》

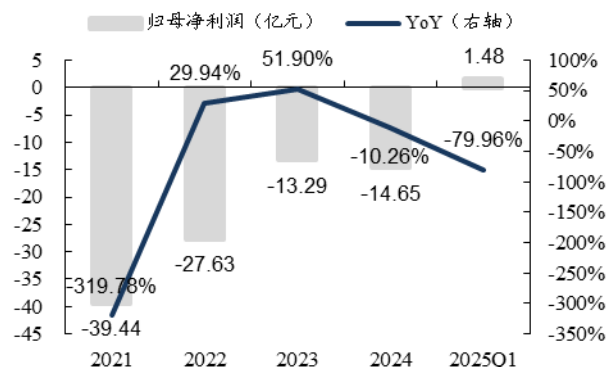
2023-05-02

图1: 公司收入及增速



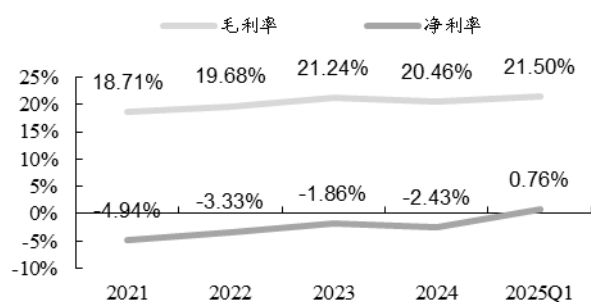
数据来源: wind, 东吴证券研究所

图2: 公司归母净利润及增速



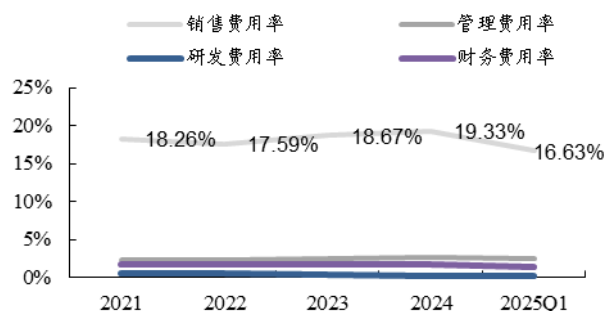
数据来源: wind, 东吴证券研究所

图3: 公司毛利率和销售净利率



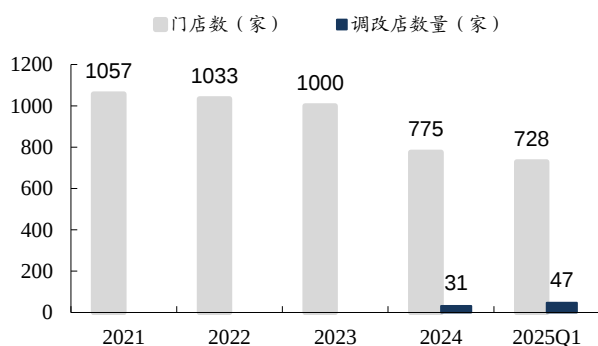
数据来源: wind, 东吴证券研究所

图4: 公司费用率情况



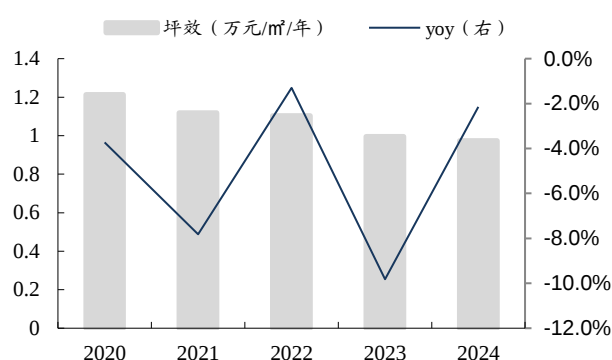
数据来源: wind, 东吴证券研究所

图5: 公司门店数及调改店数



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图6: 公司坪效及增速



数据来源: 根据公告数据计算, 东吴证券研究所

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)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	17,271	18,422	20,337	22,524	营业总收入	67,574	59,616	68,376	78,497
货币资金及交易性金融资产	7,287	10,117	11,667	13,351	营业成本(含金融类)	53,751	47,379	54,051	61,807
经营性应收款项	1,054	929	1,061	1,215	税金及附加	214	165	189	218
存货	7,058	6,035	6,696	7,467	销售费用	13,059	11,433	11,495	12,329
合同资产	0	0	0	0	管理费用	1,792	1,490	1,709	1,727
其他流动资产	1,872	1,342	913	491	研发费用	183	179	205	392
非流动资产	25,478	21,168	19,963	19,620	财务费用	1,138	1,065	902	780
长期股权投资	2,400	2,400	2,400	2,400	加:其他收益	107	82	72	72
固定资产及使用权资产	15,965	11,677	10,469	10,116	投资净收益	522	328	328	328
在建工程	95	89	94	106	公允价值变动	(298)	0	0	0
无形资产	735	745	754	763	减值损失	(218)	(192)	(220)	(252)
商誉	4	4	4	4	资产处置收益	1,160	1,192	342	235
长期待摊费用	1,544	1,544	1,544	1,544	营业利润	(1,287)	(686)	345	1,627
其他非流动资产	4,734	4,709	4,698	4,687	营业外净收支	(357)	(357)	(86)	38
资产总计	42,749	39,590	40,300	42,144	利润总额	(1,644)	(1,043)	259	1,665
流动负债	22,727	20,575	21,026	21,288	减:所得税	(5)	(83)	0	83
短期借款及一年内到期的非流动负债	6,786	6,466	4,966	2,966	净利润	(1,639)	(959)	259	1,581
经营性应付款项	8,203	7,231	8,249	9,433	减:少数股东损益	(173)	(89)	24	146
合同负债	4,895	4,318	4,953	5,686	归属母公司净利润	(1,465)	(871)	235	1,435
其他流动负债	2,843	2,561	2,858	3,203	每股收益-最新股本摊薄(元)	(0.16)	(0.10)	0.03	0.16
非流动负债	15,693	15,693	15,693	15,693	EBIT	(1,326)	22	1,161	2,445
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	1,843	1,378	2,523	4,029
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	20.46	20.53	20.95	21.26
租赁负债	15,500	15,500	15,500	15,500	归母净利率(%)	(2.17)	(1.46)	0.34	1.83
其他非流动负债	193	193	193	193	收入增长率(%)	(14.07)	(11.78)	14.69	14.80
负债合计	38,420	36,269	36,719	36,982	归母净利润增长率(%)	(10.26)	40.59	127.02	509.96
归属母公司股东权益	4,440	3,521	3,756	5,191					
少数股东权益	(110)	(199)	(175)	(28)					
所有者权益合计	4,330	3,322	3,581	5,163					
负债和股东权益	42,749	39,590	40,300	42,144					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	2,191	64	3,571	5,201	每股净资产(元)	0.49	0.39	0.41	0.57
投资活动现金流	(1,123)	4,102	422	(645)	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	(2,932)	(1,314)	(2,443)	(2,873)	ROIC(%)	(4.36)	0.08	4.71	9.74
现金净增加额	(1,864)	2,851	1,551	1,684	ROE-摊薄(%)	(33.01)	(24.73)	6.26	27.64
折旧和摊销	3,169	1,356	1,362	1,584	资产负债率(%)	89.87	91.61	91.11	87.75
资本开支	(417)	3,856	180	(886)	P/E (现价&最新股本摊薄)	(33.69)	(56.71)	209.85	34.40
营运资本变动	271	(344)	1,371	1,512	P/B (现价)	11.12	14.02	13.14	9.51

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>