

永辉超市 (601933.SH)

增持 (维持)

调改持续推进，供应链优化提效

公司调改持续推进，同时优化尾部老店，门店数量减少致短期收入波动。品质零售大势所趋。永辉超市为国内商超龙头，生鲜及供应链根基扎实，当前坚定“胖东来”路线，围绕商品强化选品+品控+差异化，围绕服务优化环境+做重服务+提升员工状态；叠加胖东来倾力帮扶输出顶层设计及科学方法，名创入股有望在日百品类注入更多可能。当前公司调改步入轨道，长期看公司品质零售路线空间广阔。维持“增持”评级。

□调改店体量尚小，老店闭店致收入波动。2024 年公司收入 675.74 亿，同比-14.07%，实现归母净利-14.65 亿（上年同期为-13.29 亿），扣非归母净利-24.10 亿元（上年同期为-19.76 亿）。25Q1 公司收入 174.79 亿，同比-19.32%，实现归母净利 1.48 亿，同比-79.96%，实现归母扣非净利 1.37 亿元，同比-77.07%。公司短期收入波动主要因为公司在推进门店调改的同时大幅优化存量老店致门店数减少，且当前调改店占比尚小，收入贡献不明显。

□调改店已初步实现盈利，持续推进供应链改革提效。截至 2024 年末公司共完成了 31 家门店调改，同时公司关闭 232 家尾部门店；截至 2025Q1 末公司共完成 47 家门店的调改，并继续关闭部分尾部门店。调改门店迅速大幅提升客流和销售额，且稳态调改店已实现盈利；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 3 月单月 1470 万元的利润，一季度累计利润达 7472 万。此外，公司持续推进供应链升级，2024 全年研发升级自有品牌商品 120 款，其中 20 余款年销售额突破 5000 万元，引入品牌新品近 5 万支，通过生鲜源头直采、肉禽自配送、食品“去 KA 模式”等供应链变革，完成近 3 万支商品去 KA 调整。

□供应链变革下毛利率短期下降。公司 25Q1 毛利率为 21.5%/-1.35pct，销售费用率 16.6%/+1.04pct，管理费用率 2.4%/+0.4pct，财务费率 1.5%/-0.0pct，研发费率 0.2%/-0.1pct，净利率 0.8%/-2.6pct。公司毛利率下降因公司在调改过程中主动优化商品结构和采购模式，主动推动裸价和控后台的策略。随着未来公司选品及定价策略的改变，商品毛利率将得到进一步的恢复和增长。

□投资建议。公司坚定“胖东来”路线推进调改；当前公司调改步入轨道成效显著，长期看公司品质零售路线空间广阔。考虑到公司短期尾部门店优化力度较大，调整 25/26/27E 归母净利预测为-6.8/7.3/15.2 亿，维持“增持”评级。

□风险提示：调改店数、店效不及预期，调改后门店净利率不及预期。

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	78642	67574	62890	78680	97091
同比增长	-13%	-14%	-7%	25%	23%
营业利润(百万元)	(1476)	(1287)	(691)	1013	2092
同比增长	-55%	-13%	-46%	-247%	106%
归母净利润(百万元)	(1329)	(1465)	(681)	727	1521
同比增长	-52%	10%	-54%	-207%	109%
每股收益(元)	-0.15	-0.16	-0.08	0.08	0.17
PE	-35.2	-32.0	-68.7	64.4	30.8
PB	7.9	10.5	12.5	10.4	7.8

资料来源：公司数据、招商证券

消费品/商业
当前股价：5.16 元

基础数据

总股本(百万股)	9075
已上市流通股(百万股)	9075
总市值(十亿元)	46.8
流通市值(十亿元)	46.8
每股净资产(MRQ)	0.5
ROE(TTM)	-45.1
资产负债率	88.7%
主要股东	广东骏才国际商贸有限公司
主要股东持股比例	29.4%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	14	5	113
相对表现	17	8	109



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

1、《永辉超市 (601933) — 转型品质零售，超市龙头涅槃重生》
2024-12-29

丁浙川 S1090519070002

✉ dingzhechuan@cmschina.com.cn

李星馨 S1090524070010

✉ lixingxin@cmschina.com.cn

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	19036	17271	20371	24432	27976
现金	5839	3996	7767	9515	10346
交易性投资	736	3291	3291	3291	3291
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	422	263	244	306	377
其它应收款	563	392	365	457	563
存货	8269	7058	6589	8219	10136
其他	3207	2271	2116	2645	3263
非流动资产	33016	25478	24873	24368	23945
长期股权投资	3232	2400	2400	2400	2400
固定资产	3842	3586	3366	3175	3010
无形资产商誉	1054	751	676	608	547
其他	24889	18741	18432	18185	17987
资产总计	52052	42749	45245	48800	51921
流动负债	24727	22727	25963	28728	30195
短期借款	5130	4938	10924	10557	8343
应付账款	9816	8121	7581	9457	11662
预收账款	4957	4976	4645	5795	7146
其他	4824	4691	2813	2919	3043
长期负债	21390	15693	15693	15693	15693
长期借款	350	0	0	0	0
其他	21040	15693	15693	15693	15693
负债合计	46117	38420	41656	44421	45887
股本	9075	9075	9075	9075	9075
资本公积金	3827	3768	3768	3768	3768
留存收益	(6963)	(8403)	(9084)	(8357)	(6836)
少数股东权益	(4)	(110)	(169)	(106)	26
归属于母公司所有者权益	5939	4440	3758	4486	6007
负债及权益合计	52052	42749	45245	48800	51921

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	4569	2191	1043	3598	4453
净利润	(1465)	(1639)	(741)	791	1653
折旧摊销	1597	1341	870	771	689
财务费用	1280	1103	1296	1368	1293
投资收益	(396)	(522)	(150)	(150)	(150)
营运资金变动	3479	1910	(230)	813	960
其它	74	(1)	(3)	6	7
投资活动现金流	256	(1123)	(115)	(115)	(115)
资本支出	(671)	(475)	(265)	(265)	(265)
其他投资	928	(648)	150	150	150
筹资活动现金流	(6572)	(2932)	2843	(1735)	(3507)
借款变动	(2790)	3571	4138	(367)	(2214)
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	(202)	(59)	0	0	0
股利分配	0	0	0	0	0
其他	(3580)	(6444)	(1296)	(1368)	(1293)
现金净增加额	(1747)	(1864)	3770	1748	831

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	78642	67574	62890	78680	97091
营业成本	61940	53751	50173	62592	77187
营业税金及附加	218	214	199	249	307
营业费用	14680	13059	10006	11333	13740
管理费用	1887	1792	1668	1888	2330
研发费用	318	183	189	236	291
财务费用	1323	1138	1296	1368	1293
资产减值损失	(257)	942	(200)	(150)	0
公允价值变动收益	(76)	(298)	(100)	(100)	(100)
其他收益	186	107	150	150	150
投资收益	396	522	100	100	100
营业利润	(1476)	(1287)	(691)	1013	2092
营业外收入	282	168	100	100	100
营业外支出	167	524	150	150	150
利润总额	(1361)	(1644)	(741)	963	2042
所得税	103	(5)	0	173	388
少数股东损益	(136)	(173)	(59)	63	132
归属于母公司净利润	(1329)	(1465)	(681)	727	1521

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	-13%	-14%	-7%	25%	23%
营业利润	-55%	-13%	-46%	-247%	106%
归母净利润	-52%	10%	-54%	-207%	109%
获利能力					
毛利率	21.2%	20.5%	20.2%	20.4%	20.5%
净利率	-1.7%	-2.2%	-1.1%	0.9%	1.6%
ROE	-19.8%	-28.2%	-16.6%	17.6%	29.0%
ROIC	-1.0%	-1.2%	4.7%	12.9%	18.5%
偿债能力					
资产负债率	88.6%	89.9%	92.1%	91.0%	88.4%
净负债比率	14.0%	15.9%	24.1%	21.6%	16.1%
流动比率	0.8	0.8	0.8	0.9	0.9
速动比率	0.4	0.4	0.5	0.6	0.6
营运能力					
总资产周转率	1.4	1.4	1.4	1.7	1.9
存货周转率	6.6	7.0	7.4	8.5	8.4
应收账款周转率	165.0	197.0	248.0	286.0	284.0
应付账款周转率	5.6	6.0	6.4	7.3	7.3
每股资料(元)					
EPS	-0.15	-0.16	-0.08	0.08	0.17
每股经营净现金	0.50	0.24	0.11	0.40	0.49
每股净资产	0.65	0.49	0.41	0.49	0.66
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
估值比率					
PE	-35.2	-32.0	-68.7	64.4	30.8
PB	7.9	10.5	12.5	10.4	7.8
EV/EBITDA	149.5	218.6	55.0	25.7	19.9

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。