

永辉超市（601933）

2025 年半年报点评：归母净亏损 2.4 亿元，调改快速推进，供应链&自有品牌取得进展 增持（维持）

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	78,642	67,574	53,514	64,996	71,765
同比（%）	(12.71)	(14.07)	(20.81)	21.46	10.41
归母净利润（百万元）	(1,329.05)	(1,465.46)	(865.58)	439.18	1,039.72
同比（%）	51.90	(10.26)	40.93	150.74	136.74
EPS-最新摊薄（元/股）	(0.15)	(0.16)	(0.10)	0.05	0.11
P/E（现价&最新摊薄）	(33.94)	(30.78)	(52.11)	102.70	43.38

投资要点

- **事件：**8 月 20 日公司发布 2025 年半年报。2025H1，公司实现收入 299.5 亿元，同比-20.7%；归母净利润-2.41 亿元，去年同期为 2.75 亿元；扣除资产处置损益、政府补助、公允价值变动等非经常项目后，公司扣非净利润-8.02 亿元，去年同期为 0.3 亿元。公司归母净利润符合业绩预告，扣非净利润略高于业绩预告（-8.3 亿元）。
- **对应 2025Q2，**公司实现收入 124.7 亿元，同比-22.6%；实现归母净利润-3.9 亿元，去年同期为-4.6 亿元；实现扣非净利润为-9.4 亿元，去年同期为-5.7 亿元。
- **调改过程中费用率和利润率短期承压：**2025H1，公司毛利率/销售净利率为 20.8%/-1.0%，同比-0.77/-1.55pct。毛利率下降部分因为公司推行“去 KA 裸价直采”的采购模式，服务费收入（毛利率高达 91%）同比下降 40%。公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 19.2%/2.9%/0.1%/1.3%，同比+2.0/+0.6/-0.2/-0.4pct。销售费用率上升部分因调改闭店期间产生的门店费用所致。财务费用率下降部分因公司关闭长尾门店后，租赁负债降低所致。
- **加速关店导致收入下滑，但利于长期减亏：**2025H1 期末，公司门店数为 552 家，关闭 227 家亏损门店，总门店数相比年初的 775 家净下降 223 家。关店产生了一些一次性账面利润：2025H1，公司资产处置收益为 10.82 亿元，同比+383%，主要来自关店产生的使用权资产处置收益增加；营业外支出为 4.15 亿元，去年同期为 0.2 亿元，主要是闭店产生的非流动资产处置损失。8 月 21 日，公司门店数进一步收缩至 486 家。
- **调改快速推进，截至目前已开业 162 家调改门店：**2025H1 公司完成 93 家门店的调改，调改店总数达 124 家；至 8 月 21 日，根据永辉官网数据，公司调改店总数已达 162 家。我们认为公司调价门店的单店收入和盈利能力均好于传统店，随调改的推进公司长期盈利能力有望改善。
- **供应链&自有品牌能力改善：**2025H1，公司加速推进裸价直采，完成 2860 家标品供应商的裸价直采合同签订；精简供应商数量约 50%；开启打牌定制打造伊利鲜奶大单品；生鲜源头直采比例提升至 60%以上；熟食加工推动 3R 去联营化，联营占比从 31.5%降低至 12%；自营占比从 40.2%上升至 78%；截至半年报披露日公司已上架 2 支自由品牌单品（橙汁、洗衣液）。
- **盈利预测与投资评级：**随着亏损门店关闭和调改门店的加速开店，公司有望更快迎来持续盈利。我们也看好公司走品质、服务、裸价直采、自有品牌道路的前景。我们维持公司 2025-27 年归母净利润预期为-8.7/4.4/10.4 亿元，同比减亏 41%/扭亏/增长 137%，维持“增持”评级。
- **风险提示：**调改和关店相关亏损；调改店模型持续性；消费需求波动等

2025 年 08 月 21 日

证券分析师 吴劲草

执业证书：S0600520090006

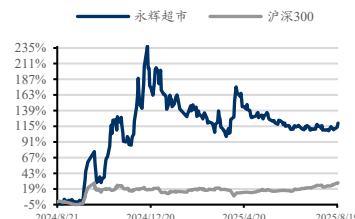
wujc@dwzq.com.cn

证券分析师 阳靖

执业证书：S0600523020005

yangjing@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	4.97
一年最低/最高价	2.15/7.87
市净率(倍)	9.89
流通 A 股市值(百万元)	45,102.93
总市值(百万元)	45,102.93

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)：拟定增融资 40 亿元，主要用于支持门店调改》

2025-07-30

《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》

2025-04-29

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	16,884	19,649	20,640	营业总收入	67,574	53,514	64,996	71,765
货币资金及交易性金融资产	7,287	9,346	11,403	12,307	营业成本(含金融类)	53,751	42,530	51,380	56,506
经营性应收款项	1,054	834	1,009	1,111	税金及附加	214	148	180	199
存货	7,058	5,398	6,345	6,771	销售费用	13,059	10,207	10,600	11,431
合同资产	0	0	0	0	管理费用	1,792	1,338	1,625	1,579
其他流动资产	1,872	1,306	893	452	研发费用	183	161	195	359
非流动资产	25,478	21,100	19,895	19,552	财务费用	1,138	1,065	910	845
长期股权投资	2,400	2,400	2,400	2,400	加:其他收益	107	82	64	64
固定资产及使用权资产	15,965	11,677	10,469	10,116	投资净收益	522	294	294	294
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	1,070	325	215
长期待摊费用	1,544	1,544	1,544	1,544	营业利润	(1,287)	(680)	570	1,168
其他非流动资产	4,734	4,641	4,630	4,619	营业外净收支	(357)	(357)	(86)	38
资产总计	42,749	37,984	39,544	40,192	利润总额	(1,644)	(1,037)	484	1,206
流动负债	22,727	18,996	20,072	19,574	减:所得税	(5)	(83)	0	60
短期借款及一年内到期的非流动负债	6,786	6,284	4,784	2,784	净利润	(1,639)	(954)	484	1,146
经营性应付款项	8,203	6,491	7,841	8,624	减:少数股东损益	(173)	(88)	45	106
合同负债	4,895	3,876	4,708	5,198	归属母公司净利润	(1,465)	(866)	439	1,040
其他流动负债	2,843	2,346	2,739	2,968	每股收益-最新股本摊薄(元)	(0.16)	(0.10)	0.05	0.11
非流动负债	15,693	15,662	15,662	15,662	EBIT	(1,326)	28	1,394	2,051
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	1,843	1,384	2,756	3,635
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)	(1.62)	0.68	1.45
其他非流动负债	193	162	162	162	收入增长率(%)	(14.07)	(20.81)	21.46	10.41
负债合计	38,420	34,658	35,735	35,237	归母净利润增长率(%)	(10.26)	40.93	150.74	136.74
归属母公司股东权益	4,440	3,524	3,963	5,003					
少数股东权益	(110)	(198)	(154)	(47)					
所有者权益合计	4,330	3,325	3,809	4,955					
负债和股东权益	42,749	37,984	39,544	40,192					

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	(348)	4,128	4,475	每股净资产(元)	0.49	0.39	0.44	0.55
投资活动现金流	(1,123)	3,946	371	(699)	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)	(1,518)	(2,443)	(2,873)	ROIC(%)	(4.36)	0.10	5.67	8.23
现金净增加额	(1,864)	2,080	2,057	904	ROE-摊薄(%)	(33.01)	(24.56)	11.08	20.78
折旧和摊销	3,169	1,356	1,362	1,584	资产负债率(%)	89.87	91.25	90.37	87.67
资本开支	(417)	3,734	163	(906)	P/E (现价&最新股本摊薄)	(30.78)	(52.11)	102.70	43.38
营运资本变动	271	(974)	1,653	1,167	P/B (现价)	10.16	12.80	11.38	9.02

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>