



# 永辉超市 (601933.SH)

## 改革处于阵痛期，等待拐点到来

### 业绩简评

8月20日，永辉超市发布半年报，25H1 营收 299.5 亿元，同比-20.73%，归母净利润-2.4 亿元，相比去年同期亏损增加 5.16 亿元，扣非归母净利润-8.02 亿元，和此前业绩预告数据基本持平。

### 经营分析

收入同比下滑，主要受关店和调改店歇业原因导致。公司 2025 年上半年继续推进胖东来模式深度转型工作，关闭大量长期经营亏损的门店，调改的门店也存在一定的歇业期。虽然调改门店收入较同期有大幅度增加，但无法弥补因关店产生的收入下降。

**业绩亏损原因包括：**1) 整体销售规模的减少。2) 供应链改革阵痛：公司商品供应链的改革，完成了大量供应商及商品的升级汰换，因此短期内承受一定的毛利下降。报告期内综合毛利率为 20.80%，较上年同期下降 0.78%。3) 关店损失：公司于报告期内关闭 227 家亏损门店，闭店过程中产生一定的租赁及人员赔偿、商品出清和资产报废等成本费用。4) 公司持有的 AdvantageSolutions 股票本年公允价值变动损益为-1.84 亿元。

**供应链改革进度稳健。**加速推进裸采模式，期间完成 2860 家标品供应商裸采合同签订。优化供应商管理，精简供应商数量约 50%。生鲜业务板块，公司加大源头采购比例提升至 60%以上。熟食加工板块，推动 3R 去联营化，烘焙商行在 2025 年上半年实现联营占比从 31.5%降至 12%，自营销售额占比从 40.2%上涨至 78.1%。

**开店速度符合预期，关店速度超预期。**2025 年 H1 调改店开业 93 家，截止 2025 年 6 月末开业调改店达到 124 家，调改速度符合预期。2025 年上半年关闭 227 家长期亏损门店，半年关店数量超过 24 年全年，关店速度超预期。新开 4 家门店，截止 2025.06.30 永辉超市门店总数降低为 552 家，调改门店占比达到 22%。

**展望下半年，调改店占比将达 50%以上，有望迎来业绩拐点。**预计 Q3 还要关店约 70+家，总门店降低至 480 家左右，Q3 调改店总数预计增加至超 200 家，调改店占比将超 40%，预计到年底调改店占比将超 50%。随着调改店占比在接下来 2 个季度加速提升（年底占比超过 50%），由于调改店业绩明显好于未调改店，预计公司将逐步迎来业绩拐点。

### 盈利预测、估值与评级

预计 2025-2027 年公司营收为 569.39/979.96/1111.98 亿元，同比-15.74%/+72.11%/+13.47%；归母净利润-4.26/12.91/18.05 亿元，同比+70.91%/N/A/+39.77%。当前股价对应的 PE 分别为 N/A/35x/25x，维持“买入”评级。

### 风险提示

行业竞争加剧风险；调改门店客流量下滑风险。

国金证券研究所

分析师：赵中平 (执业 S1130524050003)

zhaozhongping@gjzq.com.cn

分析师：于健 (执业 S1130525070012)

yu\_j@gjzq.com.cn

分析师：王译 (执业 S1130525080001)

wangyi9@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：4.97 元

### 相关报告：

1. 《永辉超市首次覆盖：极致预期差下的龙头重估》，2025.6.5



### 公司基本情况 (人民币)

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	78,642	67,574	56,939	97,996	111,198
营业收入增长率	-12.71%	-14.07%	-15.74%	72.11%	13.47%
归母净利润(百万元)	-1,329	-1,465	-426	1,291	1,805
归母净利润增长率	-51.90%	10.26%	+70.91%	N/A	39.77%
摊薄每股收益(元)	-0.146	-0.161	-0.047	0.142	0.199
每股经营性现金流净额	0.50	0.24	-0.10	0.65	0.38
ROE(归属母公司)(摊薄)	-22.38%	-33.01%	-10.62%	24.35%	25.39%
P/E	-19.26	-39.26	-105.80	34.92	24.99
P/B	4.31	12.96	11.24	8.50	6.34

来源：公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	90,091	78,642	67,574	56,939	97,996	111,198
增长率		-12.7%	-14.1%	-15.7%	72.1%	13.5%
主营业务成本	-72,361	-61,940	-53,751	-45,188	-76,202	-86,334
%销售收入	80.3%	78.8%	79.5%	79.4%	77.8%	77.6%
毛利	17,730	16,702	13,823	11,751	21,794	24,864
%销售收入	19.7%	21.2%	20.5%	20.6%	22.2%	22.4%
营业税金及附加	-204	-218	-214	-137	-235	-267
%销售收入	0.2%	0.3%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%
销售费用	-15,850	-14,680	-13,059	-10,818	-17,228	-19,426
%销售收入	17.6%	18.7%	19.3%	19.0%	17.6%	17.5%
管理费用	-2,046	-1,887	-1,792	-1,423	-2,352	-2,669
%销售收入	2.3%	2.4%	2.7%	2.5%	2.4%	2.4%
研发费用	-482	-318	-183	-154	-265	-300
%销售收入	0.5%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
息税前利润 (EBIT)	-852	-401	-1,424	-782	1,715	2,202
%销售收入	n.a	n.a	n.a	n.a	1.7%	2.0%
财务费用	-1,538	-1,323	-1,138	-696	-446	-275
%销售收入	1.7%	1.7%	1.7%	1.2%	0.5%	0.2%
资产减值损失	-755	-612	-218	-110	0	0
公允价值变动收益	-595	-76	-298	0	0	0
投资收益	-105	396	522	300	300	300
%税前利润	n.a	-29.1%	-31.8%	-56.9%	18.4%	13.1%
营业利润	-3,298	-1,476	-1,287	-527	1,628	2,287
营业利润率	n.a	n.a	n.a	n.a	1.7%	2.1%
营业外收支	79	114	-357	0	0	0
税前利润	-3,218	-1,361	-1,644	-527	1,628	2,287
利润率	n.a	n.a	n.a	n.a	1.7%	2.1%
所得税	219	-103	5	21	-212	-297
所得税率	n.a	n.a	n.a	n.a	13.0%	13.0%
净利润	-3,000	-1,465	-1,639	-506	1,416	1,990
少数股东损益	-237	-136	-173	-80	125	185
归属于母公司的净利润	-2,763	-1,329	-1,465	-426	1,291	1,805
净利率	n.a	n.a	n.a	n.a	1.3%	1.6%

现金流量表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	-3,000	-1,465	-1,639	-506	1,416	1,990
少数股东损益	-237	-136	-173	-80	125	185
非现金支出	4,727	4,209	3,387	1,333	1,047	1,016
非经营收益	1,797	777	172	-258	158	-10
营运资金变动	2,339	1,047	271	-1,507	3,274	473
经营活动现金净流	5,864	4,569	2,191	-937	5,894	3,468
资本开支	-1,194	-656	-417	1,337	-55	-85
投资	1,218	420	1,838	0	0	0
其他	-112	493	-2,544	300	300	300
投资活动现金净流	-87	256	-1,123	1,637	245	215
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	-3,241	-3,229	-190	563	-3,082	-1,702
其他	-3,741	-3,343	-2,742	-729	-458	-290
筹资活动现金净流	-6,982	-6,572	-2,932	-166	-3,539	-1,992
现金净流量	-1,201	-1,746	-1,864	534	2,600	1,691

资产负债表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	7,616	5,839	3,996	570	958	1,087
应收款项	1,180	986	655	640	1,095	1,243
存货	10,467	8,269	7,058	6,376	10,710	12,134
其他流动资产	5,352	3,963	5,562	5,314	5,910	6,172
流动资产	24,614	19,056	17,271	12,899	18,674	20,635
%总资产	39.6%	36.6%	40.4%	39.8%	50.2%	54.0%
长期投资	8,133	7,411	6,076	6,076	6,076	6,076
固定资产	4,510	4,095	3,692	2,752	2,289	1,826
%总资产	7.3%	7.9%	8.6%	8.5%	6.2%	4.8%
无形资产	4,229	3,344	2,284	1,805	1,669	1,574
非流动资产	37,529	32,996	25,478	19,493	18,501	17,570
%总资产	60.4%	63.4%	59.6%	60.2%	49.8%	46.0%
资产总计	62,143	52,052	42,749	32,391	37,174	38,206
短期借款	8,540	6,923	6,786	6,938	3,957	2,305
应付款项	14,055	11,541	9,556	8,876	15,153	17,166
其他流动负债	6,472	6,263	6,384	4,667	7,050	7,344
流动负债	29,067	24,727	22,727	20,482	26,160	26,814
长期贷款	2,070	350	0	500	400	350
其他长期负债	23,349	21,040	15,693	7,586	5,374	3,811
负债	54,486	46,117	38,420	28,568	31,935	30,976
普通股股东权益	7,466	5,939	4,440	4,013	5,305	7,110
其中：股本	9,075	9,075	9,075	9,075	9,075	9,075
未分配利润	-6,752	-8,100	-9,574	-10,000	-8,709	-6,904
少数股东权益	191	-4	-110	-190	-65	120
负债股东权益合计	62,143	52,052	42,749	32,391	37,174	38,206

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	-0.304	-0.146	-0.161	-0.047	0.142	0.199
每股净资产	0.823	0.654	0.489	0.442	0.585	0.783
每股经营现金净流	0.646	0.503	0.241	-0.103	0.650	0.382
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	-37.01%	-22.38%	-33.01%	-10.62%	24.35%	25.39%
总资产收益率	-4.45%	-2.55%	-3.43%	-1.32%	3.47%	4.72%
投入资本收益率	-4.32%	-3.25%	-12.73%	-6.66%	15.54%	19.38%
增长率						
主营业务收入增长率	-1.07%	-12.71%	-14.07%	-15.74%	72.11%	13.47%
EBIT 增长率	-64.37%	-52.93%	255.01%	-45.12%	N/A	28.44%
净利润增长率	-29.94%	-51.90%	10.26%	-70.91%	N/A	39.77%
总资产增长率	-12.86%	-16.24%	-17.87%	-24.23%	14.77%	2.77%
资产管理能力						
应收账款周转天数	2.0	2.2	1.8	1.7	1.7	1.7
存货周转天数	53.6	55.2	52.0	51.5	51.3	51.3
应付账款周转天数	62.2	64.7	60.9	61.0	62.0	62.0
固定资产周转天数	16.7	17.9	19.4	18.3	8.9	6.3
偿债能力						
净负债/股东权益	27.47%	11.75%	-11.56%	93.59%	2.06%	-23.82%
EBIT 利息保障倍数	-0.6	-0.3	-1.3	-1.1	3.8	8.0
资产负债率	87.68%	88.60%	89.87%	88.20%	85.91%	81.08%

来源：公司年报、国金证券研究所


**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	2	3	9	21
增持	0	2	3	5	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
<b>评分</b>	<b>1.00</b>	<b>1.50</b>	<b>1.50</b>	<b>1.36</b>	<b>1.00</b>

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
 3.01~4.0=减持

**投资评级的说明：**

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



**特别声明：**

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号 紫竹国际大厦5楼	地址：北京市东城区建国内大街26号 新闻大厦8层南侧	地址：深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心 18楼1806



【小程序】  
国金证券研究服务



【公众号】  
国金证券研究