

商贸零售

2025年08月22日

永辉超市 (601933)

——存量门店调改加速，静待盈利拐点

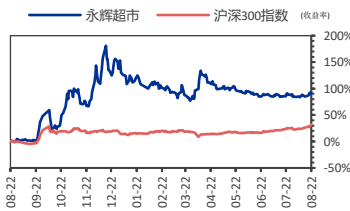
报告原因：有业绩公布需要点评
增持 (维持)

投资要点：

市场数据： 2025年08月22日
收盘价(元) 4.96
一年内最高/最低(元) 7.87/2.15
市净率 10.8
股息率(分红/股价) -
流通A股市值(百万元) 45,012
上证指数/深证成指 3,825.76/12,166.06
注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2025年06月30日
每股净资产(元) 0.46
资产负债率% 88.21
总股本/流通A股(百万) 9,075/9,075
流通B股/H股(百万) -/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《永辉超市(601933)点评：品质零售转型加快，长期盈利改善可期》2025/04/27
《永辉超市(601933)点评：调改持续推进，积蓄长期业绩改善势能》2025/01/16

证券分析师

赵令伊 A0230518100003
zhaoly2@swsresearch.com

联系人

李秀琳
(8621)23297818x
lixl2@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

- **公司公布 2025 年半年度报告，业绩符合预期。**据公司公告，1) 2025 年 Q2 公司实现营业收入 124.69 亿元，同比-22.62%，归母净利润-3.88 亿元，同比+15.82%。2) 25H1 公司实现营业收入 299.48 亿元，同比-20.73%，主因公司主动进行战略和经营模式转型，报告期内关闭 227 家亏损门店，归母净利润-2.41 亿元，同比-187.38%，主要因为公司大量闭店且优化商品结构和采购模式，同时公司持有的 Advantage solutions 股票本期产生公允价值变动损益-1.84 亿元。
- **胖改持续推进，迈入规模化、系统化阶段。**据公司公告，25H1 公司实现新开超市门店 4 家，已开业门店合计 552 家，同比 24 年底减少 223 家。公司于 2024 年明确“品质零售”的改革方向，据公司官网，截至 8 月 20 日已经调改完成 161 家门店，预计到 9 月底达到 208 家，调改工作已迈入规模化、系统化阶段。暑期消费旺季，调改门店表现尤为亮眼，销售额同比大幅增长 75% 25H1 公司线上业务营收 54.9 亿元，占营业收入 18.33%。其中，“永辉线上超市”自营到家业务及第三方门店覆盖率已达 90%，实现销售额 31.4 亿元，第三方平台到家业务实现销售额 23.6 亿元，已开通线上业务的调改门店达 99 家。
- **闭店和门店调改下利润承压，长期盈利拐点可期。**据公司公告，25Q2/25H1 公司毛利率为 19.82%/20.8%，同比-0.03/-0.77pct，报告期内公司毛利率承压，主要因为公司大量闭店导致营收规模下降，同时进行商品供应链改革，完成了大量供应商及商品的升级汰换，使得毛利在短期内承受一定程度的下降，未来待门店调改逐步稳定落实，商品毛利率有望得到进一步的恢复和增长。闭店过程中同样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，25Q2 公司期间费用率为 27.51%，同比+2.92pct，其中销售/管理/研发/财务费用分别为 22.88%/3.61%/0.01%/1.02%，同比变化 +3.42/+0.81/-0.37/-0.94pct。
- **深化供应链改革，大力发展自有品牌。**据永辉超市改革领导小组组长叶国富，永辉供应链的整体变革方向为通过强化供应链，掌握商品主导权，进而打造差异化、性价比高的核心大单品。永辉宣布将 2300 家供应商砍至 800 家核心战略伙伴，通过“直采模式”绕过中间商直接采购，降低 15%的采购成本，并将进口商品占比提升至 20%。同时，据公司公告，公司通过严格溯源和品质管理，为消费者打造优质优价的美好商品。截至 8 月 20 日，公司已陆续上架 2 支自有品牌单品，逐渐培养起差异化竞争力。
- **维持“增持”评级。**25 年大力提振消费、全方位扩大内需是全国首要任务，目前永辉超市胖改进程已迈入规模化、系统化阶段，调改店成效显著，提质增效有望迎来长期经营拐点，我们看好公司门店积极变革后，线下客流及销售持续提升，推动业绩中长期增长。考虑到公司调改及闭店仍在加速，我们下调 25 年盈利预测为-5.42 亿元（原值为-3.69 亿元），我们维持 26-27 年的归母净利润预测为 5.82/10.44 亿元。考虑到公司持续推进门店调改，利润表现承压，而营收表现相对稳定，我们预计公司 25-27 年营业收入为 600/740/826 亿元，对应 PS 为 0.75/0.61/0.55。采用 PS 估值法，参考可比公司重庆百货、大商股份，给予永辉 25 年 0.82xPS 估值，对应上行空间 10%，维持“增持”评级。
- **风险提示：**消费需求不及预期，门店调改表现不及预期，客流量不及预期。

财务数据及盈利预测

	2024	2025H1	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	67,574	29,948	60,010	73,960	82,587
同比增长率(%)	-14.1	-20.7	-11.2	23.2	11.7
归母净利润(百万元)	-1,465	-241	-542	582	1,044
同比增长率(%)	-	-187.4	-	-	79.3
每股收益(元/股)	-0.16	-0.03	-0.06	0.06	0.12
毛利率(%)	20.5	20.8	20.4	21.1	21.4
ROE(%)	-33.0	-5.8	-12.9	11.8	17.8
市盈率	-31	-	-83	77	43

注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

财务摘要

百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	78,642	67,574	60,010	73,960	82,587
其中：营业收入	78,642	67,574	60,010	73,960	82,587
减：营业成本	61,940	53,751	47,768	58,339	64,897
减：税金及附加	218	214	190	234	261
主营业务利润	16,484	13,609	12,052	15,387	17,429
减：销售费用	14,680	13,059	10,562	12,373	13,685
减：管理费用	1,887	1,792	1,560	1,908	2,147
减：研发费用	318	183	163	200	224
减：财务费用	1,323	1,138	991	1,003	1,034
经营性利润	-1,724	-2,563	-1,224	-97	339
加：信用减值损失（损失以“-”填列）	-89	-10	-104	-110	-128
加：资产减值损失（损失以“-”填列）	-523	-208	-476	-388	-352
加：投资收益及其他	582	629	635	637	649
营业利润	-1,476	-1,287	-552	750	1,339
加：营业外净收入	114	-357	-54	-99	-170
利润总额	-1,361	-1,644	-607	651	1,169
减：所得税	103	-5	0	0	2
净利润	-1,465	-1,639	-607	651	1,167
少数股东损益	-136	-173	-64	69	123
归属于母公司所有者的净利润	-1,329	-1,465	-542	582	1,044

资料来源：公司公告，申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，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，并对本报告的内容和观点负责。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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swhy.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swhy.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhy.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swhy.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swhy.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhy.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户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。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。