

永辉超市 (601933.SH)

迈入系统化调改，供应商结构持续优化

事件: 8月20日，公司发布2025年半年报，2025H1实现营业收入299.5亿元/同比-20.73%，实现归母净利润-2.41亿元/上年同期2.75亿元，实现扣非归母净利润-8.02亿元/上年同期为0.30亿元；其中2025Q2实现营业收入124.7亿元/同比-22.62%，实现归母净利润-3.88亿元/上年同期为-4.61亿元，扣非归母净利润-9.40亿元/上年同期为-5.69亿元。

聚焦主业，调改迈入规模化系统化阶段。 1) 线下: 2025H1公司新增门店4家，关闭亏损门店227家，截至2025年6月底现存门店数量达552家。调改店方面，截至2025年6月底调改店数量达124家，目前调改工作从24年开始，至今已迈入规模化、系统化阶段。2) 线上: 线上业务营收54.9亿元/同比-30.0%，占营业收入18.33%。线上业务采用“三个加快”路线。首先加快发展下沉县域地区，有序拓展区域规模增量；其次加快线上店仓盈利模型的全国推广，2025H1永辉线上店仓业态已实现全面盈利；第三，加快调改店线上业务提升，通过线上渠道扩大调改店的综合服务范围，打造“烘焙熟食”频道，上新超200支优质3R商品，截至6月30日已开通线上业务的调改门店达99家。

商品: 供应商推进探采，熟食加工加大自营比例。 1) 供应商方面，推进裸采并优化供应商数量。标品方面，2025H1公司完成2860家标品供应商的裸采合同签订，同时精简供应商约50%；生鲜业务方面，提升源头采购比例至60%以上，同时增强云南及沈阳两大产地仓的全国统货采收、源头分拣及粗加工能力；熟食加工方面，推动3R去联营化，烘焙商行2025H1联营占比由31.5%降至12%，自营销售额占比从40.2%上涨至78.1%。2) 自有品牌: 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。上半年公司已陆续上架2支自有品牌单品—永辉YONGHUI橙汁和微胶囊香氛酵素洗衣液。3) 物流: 平台和区域物流进行组织调整，提升运营效率。

变单期毛利及费用有所承压，大规模闭店贡献部分资产处置收益。 1) 毛利端，2025Q2毛利率同比-0.03pct至19.82%，主要系公司商品供应链改革，完成大量供应商及商品的升级汰换，短期内承受一定的毛利下降；2) 费用端，2025Q2公司销售/管理/研发/财务费用率分别同比+3.42pct/+0.81pct/-0.37pct/-0.94pct至22.88%/3.61%/0.01%/1.02%，财务费用下滑主要系公司经营门店数量减少，门店租赁负债产生的利息支出减少所致，研发费用下降主要系公司减少信息化投入所致，期间费用率同比+2.92pct至27.51%；3) 盈利端，25Q2资产处置收益达8.17亿元/同比+390%，主要系公司报告期内闭店门店数量增加，产生的使用权资产处置收益增加所致，Q2归母净利润-3.88亿元/上年同期为-4.61亿元。

投资建议: 公司为强生鲜供应链的线下超市龙头，2020年下半年开始，社区团购等新型渠道来袭，公司经营受到一定挑战；进入2022H1以后，公司竞争环境、自身经营状况有所改善，当前伴随宏观环境恢复以及线下客流复苏，叠加公司经营持续优化，公司盈利能力有所改善。2023年，受益于经营提效、金融资产公允价值提升及资产减值损失减少，亏损幅度进一步收窄。参考当前消费环境及公司2025H1业绩，且公司目前仍然处于加速调改阶段，门店调改及关店短期对利润带来一定压力，我们调整2025-2027年营业收入至594.7/892.0/1070.4亿元，归母净利润为-6.9/10.6/19.5亿元，当前股价对应PE分别为-65.6/42.4/23.1x，维持“增持”评级。

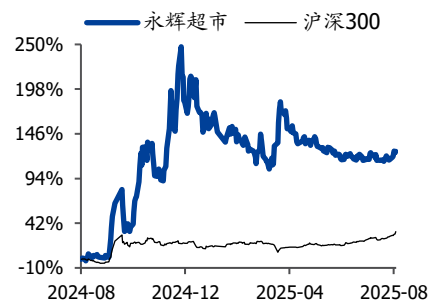
风险提示: 人力、租金成本大幅提升；拓店不及预期；行业竞争明显加剧；调改成效不及预期。

增持 (维持)

股票信息

行业	一般零售
前次评级	增持
08月22日收盘价(元)	4.96
总市值(百万元)	45,012.18
总股本(百万股)	9,075.04
其中自由流通股(%)	100.00
30日日均成交量(百万股)	177.94

股价走势



作者

分析师 杜玥莹

执业证书编号: S0680520080008

邮箱: duyueying@gszq.com

研究助理 范佳博

执业证书编号: S0680124040012

邮箱: fanjiabo@gszq.com

相关研究

- 《永辉超市 (601933.SH): 转型品质零售，调改门店表现优异》 2024-11-08
- 《永辉超市 (601933.SH): 门店调改成效显著，后续有望铺开》 2024-09-05
- 《永辉超市 (601933.SH): 亏损持续收窄，线上化及供应链建设稳步推进》 2024-05-07

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	78,642	67,574	59,465	89,197	107,037
增长率 yoy (%)	-12.7	-14.1	-12.0	50.0	20.0
归母净利润 (百万元)	-1,329	-1,465	-686	1,062	1,948
增长率 yoy (%)	51.9	-10.3	53.2	254.7	83.4
EPS 最新摊薄 (元/股)	-0.15	-0.16	-0.08	0.12	0.21
净资产收益率 (%)	-24.7	-37.8	-21.2	25.0	31.5
P/E (倍)	-33.9	-30.7	-65.6	42.4	23.1
P/B (倍)	7.6	10.1	12.0	9.4	6.7

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 08 月 22 日收盘价

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	19036	17271	16764	28218	28239
现金	5839	3996	3766	6933	10385
应收票据及应收账款	422	263	340	564	520
其他应收款	564	392	449	813	702
预付账款	1185	791	948	1661	1470
存货	8269	7058	6490	13477	10392
其他流动资产	2757	4771	4771	4771	4771
非流动资产	33016	25478	22852	21893	20031
长期投资	3232	2400	1669	935	199
固定资产	3854	3598	2667	3546	3650
无形资产	1038	735	613	327	24
其他非流动资产	24892	18745	17903	17085	16158
资产总计	52052	42749	39616	50112	48270
流动负债	24727	22727	20418	29792	25836
短期借款	5130	4938	4938	4938	4938
应付票据及应付账款	9816	8121	7735	15632	12301
其他流动负债	9781	9667	7745	9221	8597
非流动负债	21390	15693	15625	15616	15581
长期借款	350	0	-67	-77	-112
其他非流动负债	21040	15693	15693	15693	15693
负债合计	46117	38420	36043	45408	41417
少数股东权益	-4	-110	-180	-66	146
股本	9075	9075	9075	9075	9075
资本公积	4315	4256	4256	4256	4256
留存收益	-6968	-8433	-9198	-8019	-5851
归属母公司股东权益	5939	4440	3753	4770	6706
负债和股东权益	52052	42749	39616	50112	48270

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	4569	2191	-933	3655	3327
净利润	-1465	-1639	-756	1176	2160
折旧摊销	1608	1352	999	1111	1290
财务费用	1323	1138	808	1120	1256
投资损失	-396	-522	-200	-440	-454
营运资金变动	1019	266	-184	1087	-525
其他经营现金流	2480	1597	-1600	-400	-400
投资活动现金流	256	-1123	3426	687	1426
资本支出	671	475	-1894	-226	-1126
长期投资	404	1815	732	733	737
其他投资现金流	1332	1168	2264	1195	1037
筹资活动现金流	-6572	-2932	-2723	-1175	-1302
短期借款	-1398	-192	0	0	0
长期借款	-1720	-350	-67	-10	-35
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	23	-59	0	0	0
其他筹资现金流	-3477	-2331	-2656	-1166	-1267
现金净增加额	-1746	-1864	-230	3167	3451

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	78642	67574	59465	89197	107037
营业成本	61940	53751	47513	70020	83703
营业税金及附加	218	214	119	178	214
营业费用	14680	13059	12012	15610	18196
管理费用	1887	1792	1843	2141	2462
研发费用	318	183	59	89	107
财务费用	1323	1138	808	1120	1256
资产减值损失	-523	-208	-220	-214	-217
其他收益	186	107	168	154	143
公允价值变动收益	-76	-298	0	0	0
投资净收益	396	522	200	440	454
资产处置收益	355	1160	1600	400	400
营业利润	-1476	-1287	-701	1246	2313
营业外收入	282	168	261	237	222
营业外支出	167	524	315	335	392
利润总额	-1361	-1644	-755	1148	2143
所得税	103	-5	1	-28	-17
净利润	-1465	-1639	-756	1176	2160
少数股东损益	-136	-173	-70	114	212
归属母公司净利润	-1329	-1465	-686	1062	1948
EBITDA	405	-112	426	2395	3470
EPS (元)	-0.15	-0.16	-0.08	0.12	0.21

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	-12.7	-14.1	-12.0	50.0	20.0
营业利润(%)	55.2	12.8	45.6	277.9	85.6
归属于母公司净利润(%)	51.9	-10.3	53.2	254.7	83.4
获利能力					
毛利率(%)	21.2	20.5	20.1	21.5	21.8
净利率(%)	-1.7	-2.2	-1.2	1.2	1.8
ROE(%)	-24.7	-37.8	-21.2	25.0	31.5
ROIC(%)	-3.8	-5.4	-2.4	5.2	8.1
偿债能力					
资产负债率(%)	88.6	89.9	91.0	90.6	85.8
净负债比率(%)	376.8	425.6	468.5	288.4	147.1
流动比率	0.8	0.8	0.8	0.9	1.1
速动比率	0.3	0.3	0.4	0.4	0.6
营运能力					
总资产周转率	1.4	1.4	1.4	2.0	2.2
应收账款周转率	165.2	197.5	197.5	197.5	197.5
应付账款周转率	5.6	6.0	6.0	6.0	6.0
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	-0.15	-0.16	-0.08	0.12	0.21
每股经营现金流(最新摊薄)	0.50	0.24	-0.10	0.40	0.37
每股净资产(最新摊薄)	0.65	0.49	0.41	0.53	0.74
估值比率					
P/E	-33.9	-30.7	-65.6	42.4	23.1
P/B	7.6	10.1	12.0	9.4	6.7
EV/EBITDA	164.5	-534.1	136.8	23.1	15.0

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025年08月22日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。股票市场中以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层

邮编：100077

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com