

永辉超市（601933.SH）

门店调改进入阵痛期，静待经营业绩拐点

2025 年 08 月 26 日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

黄泽鹏（分析师）

姚慕宇（联系人）

huangzepeng@kysec.cn

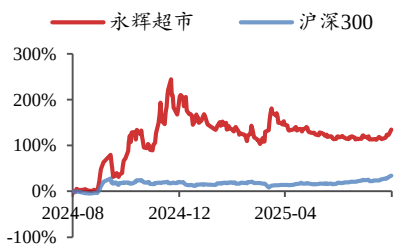
yaomuyu@kysec.cn

证书编号：S0790519110001

证书编号：S0790125040021

日期	2025/8/25
当前股价(元)	5.21
一年最高最低(元)	7.87/2.15
总市值(亿元)	472.81
流通市值(亿元)	472.81
总股本(亿股)	90.75
流通股本(亿股)	90.75
近 3 个月换手率(%)	115.34

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《2025Q1 稳态调改店实现盈利，渠道改革有望提速——公司信息更新报告》
-2025.5.1

《优化低效门店轻装上阵，门店调改即将提速——公司信息更新报告》
-2024.11.1

● 存量门店进入调改深水区，公司经营业绩短期承压

公司发布中报：2025H1 实现营收 299.48 亿元（同比-20.7%，下同）、归母净利润-2.41 亿元（2024 年同期为 2.75 亿元）；单 2025Q2 实现营收 124.69 亿元（-22.6%），归母净利润-3.88 亿元（2024 年同期为-4.61 亿元）。我们维持盈利预测不变，预计 2025-2027 年归母净利润为-7.38/4.10/11.95 亿元，对应 EPS 为-0.08/0.05/0.13 元，当前股价对应 2026-2027 年 PE 为 115.2/39.6 倍。我们认为，公司向品质零售转型进展顺利，目前存量门店进入系统化、规模化调改阶段，短期有所承压，但长期经营拐点可期，估值合理，维持“买入”评级。

● 公司主动进行商品汰换和供应商优化，短期影响利润率

分行业看，2025H1 公司零售业/服务业分别实现营收 285.09/14.40 亿元，同比分别-19.4%/-40.4%；分产品看，生鲜及加工/食品用品（含服装）分别实现营收 115.05/170.04 亿元，同比分别-15.4%/-21.9%。盈利能力方面，2025H1 公司综合毛利率为 20.8%（-0.8pct），盈利能力下滑主要系公司主动进行供应链改革，完成大量供应商及商品的升级汰换造成毛利损失，同时大量闭店过程中产生一定租赁及人员赔偿等成本费用。2025H1 公司综合毛利率为 20.8%（-0.8pct），销售/管理/财务费用率分别为 19.2%（+2.0pct）/2.9%（+0.6pct）/1.3%（-0.4pct），费用率整体有所抬升，毛利率短期承压。

● 供应链改革持续深化，自有品牌稳步发展，门店调改迈入系统化阶段

（1）**供应链**：加速推进裸采模式，期间完成 2860 家标品供应商的裸采合同签订，精简供应商数量约 50%，生鲜板块源头采购比例提升至 60%以上，熟食加工板块自营销售额占比从 40.2%上涨至 78.1%；（2）**自有品牌**：公司通过严格溯源和品质管理打造产品力，截至报告期已陆续上架 2 支自有品牌单品，初步呈现差异化竞争力；（3）**门店调改**：截至 2025 年 6 月底公司共调改 124 家门店，在供应链改革和自有品牌发展同步进行下，调改进入系统化、规模化阶段。

● 风险提示：市场竞争激烈；调改情况不及预期；同店增长放缓等。

财务摘要和估值指标

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	78,642	67,574	59,987	74,935	90,429
YOY(%)	-12.7	-14.1	-11.2	24.9	20.7
归母净利润(百万元)	-1,329	-1,465	-738	410	1,195
YOY(%)	51.9	-10.3	49.6	155.6	191.2
毛利率(%)	21.2	20.5	18.6	19.9	20.7
净利率(%)	-1.9	-2.4	-1.4	0.6	1.5
ROE(%)	-24.7	-37.8	-23.4	11.5	25.1
EPS(摊薄/元)	-0.15	-0.16	-0.08	0.05	0.13
P/E(倍)	-35.6	-32.3	-64.1	115.2	39.6
P/B(倍)	8.0	10.7	12.8	11.5	8.9

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	19036	17271	16950	22152	24801	营业收入	78642	67574	59987	74935	90429
现金	5839	3996	3547	4880	7235	营业成本	61940	53751	48832	60045	71740
应收票据及应收账款	422	263	345	414	502	营业税金及附加	218	214	180	225	271
其他应收款	564	392	457	604	676	营业费用	14680	13059	10498	12364	14469
预付账款	1185	791	963	1228	1416	管理费用	1887	1792	1500	1649	1899
存货	8269	7058	6867	10256	10201	研发费用	318	183	162	202	244
其他流动资产	2757	4771	4771	4771	4771	财务费用	1323	1138	900	974	904
非流动资产	33016	25478	23719	22825	21756	资产减值损失	-523	-208	-200	-50	-50
长期投资	3232	2400	2500	2550	2600	其他收益	186	107	150	150	150
固定资产	3854	3598	2701	2893	3000	公允价值变动收益	-76	-298	-60	-20	-20
无形资产	1038	735	613	327	24	投资净收益	396	522	450	350	350
其他非流动资产	24892	18745	17905	17055	16132	资产处置收益	355	1160	1200	700	200
资产总计	52052	42749	40669	44977	46557	营业利润	-1476	-1287	-565	586	1511
流动负债	24727	22727	21466	25319	25572	营业外收入	282	168	200	250	250
短期借款	5130	4938	5464	4938	4938	营业外支出	167	524	600	300	200
应付票据及应付账款	9816	8121	8175	11863	12078	利润总额	-1361	-1644	-965	536	1561
其他流动负债	9781	9667	7827	8518	8556	所得税	103	-5	-145	80	234
非流动负债	21390	15693	15693	15693	15693	净利润	-1465	-1639	-820	456	1327
长期借款	350	0	0	0	0	少数股东损益	-136	-173	-82	46	133
其他非流动负债	21040	15693	15693	15693	15693	归属母公司净利润	-1329	-1465	-738	410	1195
负债合计	46117	38420	37159	41012	41265	EBITDA	394	-123	260	1803	2871
少数股东权益	-4	-110	-192	-146	-14	EPS(元)	-0.15	-0.16	-0.08	0.05	0.13
股本	9075	9075	9075	9075	9075	主要财务比率					
资本公积	4315	4256	4256	4256	4256		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
留存收益	-6968	-8433	-9263	-8805	-7473	成长能力					
归属母公司股东权益	5939	4440	3701	4112	5306	营业收入(%)	-12.7	-14.1	-11.2	24.9	20.7
负债和股东权益	52052	42749	40669	44977	46557	营业利润(%)	55.2	12.8	56.1	203.8	157.8
						归属于母公司净利润(%)	51.9	-10.3	49.6	155.6	191.2
						获利能力					
						毛利率(%)	21.2	20.5	18.6	19.9	20.7
						净利率(%)	-1.9	-2.4	-1.4	0.6	1.5
						ROE(%)	-24.7	-37.8	-23.4	11.5	25.1
						ROIC(%)	-40.1	-105.4	191.2	-35.1	-47.8
						偿债能力					
						资产负债率(%)	88.6	89.9	91.4	91.2	88.6
						净负债比率(%)	26.6	67.6	58.5	4.9	-40.8
						流动比率	0.8	0.8	0.8	0.9	1.0
						速动比率	0.3	0.3	0.4	0.4	0.5
						营运能力					
						总资产周转率	1.4	1.4	1.4	1.7	2.0
						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	0.05	0.13
						每股经营现金流(最新摊薄)	0.50	0.24	-0.06	0.22	0.31
						每股净资产(最新摊薄)	0.65	0.49	0.41	0.45	0.58
						估值比率					
						P/E	-35.6	-32.3	-64.1	115.2	39.6
						P/B	8.0	10.7	12.8	11.5	8.9
						EV/EBITDA	122.0	-379.9	176.6	24.4	14.6
现金流量表(百万元)											
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E						
经营活动现金流	4569	2191	-582	1958	2824						
净利润	-1465	-1639	-820	456	1327						
折旧摊销	1597	1341	994	1049	1163						
财务费用	1323	1138	900	974	904						
投资损失	-396	-522	-450	-350	-350						
营运资金变动	1019	266	-45	528	-21						
其他经营现金流	2491	1608	-1160	-700	-200						
投资活动现金流	256	-1123	2355	875	435						
资本支出	671	475	-865	105	45						
长期投资	404	1815	-100	-50	-50						
其他投资现金流	524	-2463	1590	1030	530						
筹资活动现金流	-6572	-2932	-2748	-974	-904						
短期借款	-1398	-192	526	-526	0						
长期借款	-1720	-350	0	0	0						
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	-3274	-448	-904						
现金净增加额	-1746	-1864	-975	1858	2355						

数据来源：聚源、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。		

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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金融工具的邀请或向人做出邀请。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，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做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。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn