



永辉超市 (601933.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

关店动作接近结束,调改店占比即将过

半

业绩简评

10 月 30 日,永辉超市发布三季报,公司 2025Q3 实现营收 124.86 亿元 (-25.55%),归母净利润-4.69 亿元 (-32.86%),扣非归母净利润-7 亿元 (-1.16%)。相比 Q2 扣非归母净利润-9.4 亿元, Q3 季度亏损持续减少。

经营分析

收入同比下滑,主要受外部市场环境及关店歇业原因导致。2025 前三季度实现营收 424.34 亿元 (-22.21%),其中华东/华南/华西/华北/华中地区分别下滑-31.18%/-19.36%/-17.28%/-23.93%/-4.04%。一方面零售行业竞争激烈,消费习惯改变以及消费者对购物体验、商品品质等要求更高,公司客流、客单均出现一定程度下滑;另一方面,公司主动进行门店优化调改,在对潜力门店进行关店改造的同时淘汰关闭了部分尾部门店,以上两方面因素共同影响收入下滑。

尽管收入同比下滑,但各地区毛利率迎来提升。华东/华南/华西/华北/华中地区 2025Q3 毛利率分别同比增加 1.36pct/0.39pct/0.28pct/3.01pct/2.4pct,预计主要由于调改店客流新增带来的损耗率下降,以及高毛利加工食品占比提升所致。

三季度大幅关店,调改速度加快,调改店占比即将过半。2025Q3 关闭 104 家超市,新开 2 家超市,关店带来的损失为 6.12 亿元。三季度月均调改开业 32 家,快于二季度的 25 家。截止 2025Q3 现存门店数量减少至 450 家,调改开业门店达到 222 家,调改店占比达到 49.33%,调改店数量占比接近 50%,接下来调改店对业绩的贡献将继续加速。

盈利预测、估值与评级

预计 2025-2027 年公司营收为 587.66/989.90/1121.45 亿元,同比-13.03%/+68.45%/+13.29%;归母净利润-8.96/15.08/20.53 亿元,同比-38.89%/N/A/+36.15%。当前股价对应的 PE 分别为 N/A/27.93x/20.51x,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 S1130525090006)

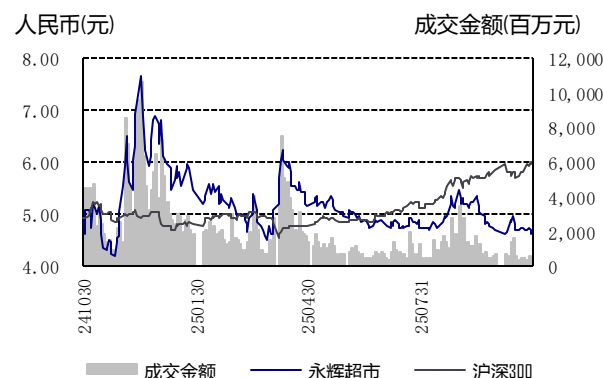
wangyi9@gjzq.com.cn

市价(人民币):4.64 元

相关报告:

1.《永辉超市 2025 半年报点评:改革处于阵痛期,等待拐点到来》,2025.8.21

2.《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	58,766	98,990	112,145
营业收入增长率	-12.71%	-14.07%	-13.03%	68.45%	13.29%
归母净利润(百万元)	-1,329	-1,465	-896	1,508	2,053
归母净利润增长率	-51.90%	10.26%	-38.89%	N/A	36.15%
摊薄每股收益(元)	-0.146	-0.161	-0.099	0.166	0.226
每股经营性现金流净额	0.50	0.24	-0.15	0.66	0.43
ROE(归属母公司)(摊薄)	-22.38%	-33.01%	-25.27%	29.85%	28.89%
P/E	-19.26	-39.26	-47.02	27.93	20.51
P/B	4.31	12.96	11.88	8.34	5.93

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	58,766	98,990	112,145
增长率		-12.7%	-14.1%	-13.0%	68.4%	13.3%
主营业务成本	-72,361	-61,940	-53,751	-47,059	-78,353	-88,595
%销售收入	80.3%	78.8%	79.5%	80.1%	79.2%	79.0%
毛利	17,730	16,702	13,823	11,707	20,638	23,549
%销售收入	19.7%	21.2%	20.5%	19.9%	20.8%	21.0%
营业税金及附加	-204	-218	-214	-141	-238	-269
%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	-11,636	-16,234	-18,280
%销售收入	17.6%	18.7%	19.3%	19.8%	16.4%	16.3%
管理费用	-2,046	-1,887	-1,792	-1,352	-1,980	-2,243
%销售收入	2.3%	2.4%	2.7%	2.3%	2.0%	2.0%
研发费用	-482	-318	-183	-59	-99	-112
%销售收入	0.5%	0.4%	0.3%	0.1%	0.1%	0.1%
息税前利润 (EBIT)	-852	-401	-1,424	-1,480	2,087	2,645
%销售收入	n.a	n.a	n.a	n.a	2.1%	2.4%
财务费用	-1,538	-1,323	-1,138	-745	-570	-433
%销售收入	1.7%	1.7%	1.7%	1.3%	0.6%	0.4%
资产减值损失	-755	-612	-218	-62	0	0
公允价值变动收益	-595	-76	-298	0	0	0
投资收益	-105	396	522	340	300	300
%税前利润	n.a	-29.1%	-31.8%	-33.5%	16.0%	11.7%
营业利润	-3,298	-1,476	-1,287	-386	1,877	2,572
营业利润率	n.a	n.a	n.a	n.a	1.9%	2.3%
营业外收支	79	114	-357	-630	0	0
税前利润	-3,218	-1,361	-1,644	-1,016	1,877	2,572
利润率	n.a	n.a	n.a	n.a	1.9%	2.3%
所得税	219	-103	5	41	-244	-334
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	-976	1,633	2,238
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	-896	1,508	2,053
净利率	n.a	n.a	n.a	n.a	1.5%	1.8%

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	-976	1,633	2,238
少数股东损益	-237	-136	-173	-80	125	185
非现金支出	4,727	4,209	3,387	1,179	995	1,000
非经营收益	1,797	777	172	-399	332	215
营运资金变动	2,339	1,047	271	-1,158	3,064	461
经营活动现金净流	5,864	4,569	2,191	-1,354	6,023	3,914
资本开支	-1,194	-656	-417	533	-580	-480
投资	1,218	420	1,838	0	0	0
其他	-112	493	-2,544	340	300	300
投资活动现金净流	-87	256	-1,123	873	-280	-180
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	-3,241	-3,229	-190	4,521	-868	-960
其他	-3,741	-3,343	-2,742	-797	-632	-515
筹资活动现金净流	-6,982	-6,572	-2,932	3,724	-1,500	-1,475
现金净流量	-1,201	-1,746	-1,864	3,242	4,243	2,259

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	3,278	5,310	6,006
应收款项	1,180	986	655	660	1,107	1,254
存货	10,467	8,269	7,058	6,640	11,012	12,452
其他流动资产	5,352	3,963	5,562	5,343	5,944	6,208
流动资产	24,614	19,056	17,271	15,922	23,373	25,920
%总资产	39.6%	36.6%	40.4%	43.6%	53.6%	56.8%
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	3,720	3,871	3,878
%总资产	7.3%	7.9%	8.6%	10.2%	8.9%	8.5%
无形资产	4,229	3,344	2,284	1,966	1,794	1,639
非流动资产	37,529	32,996	25,478	20,622	20,207	19,687
%总资产	60.4%	63.4%	59.6%	56.4%	46.4%	43.2%
资产总计	62,143	52,052	42,749	36,544	43,580	45,607
短期借款	8,540	6,923	6,786	10,897	10,129	9,220
应付款项	14,055	11,541	9,556	9,247	15,533	17,561
其他流动负债	6,472	6,263	6,384	4,960	7,157	7,440
流动负债	29,067	24,727	22,727	25,104	32,819	34,221
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	33,190	38,593	38,382
普通股股东权益	7,466	5,939	4,440	3,544	5,052	7,105
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	-10,470	-8,962	-6,909
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	36,544	43,580	45,607

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	-0.304	-0.146	-0.161	-0.099	0.166	0.226
每股净资产	0.823	0.654	0.489	0.391	0.557	0.783
每股经营现金净流	0.646	0.503	0.241	-0.149	0.664	0.431
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%	-25.27%	29.85%	28.89%
总资产收益率	-4.45%	-2.55%	-3.43%	-2.45%	3.46%	4.50%
投入资本收益率	-4.32%	-3.25%	-12.73%	-9.63%	11.70%	13.70%
增长率						
主营业务收入增长率	-1.07%	-12.71%	-14.07%	-13.03%	68.45%	13.29%
EBIT 增长率	-64.37%	-52.93%	255.01%	3.91%	-241.03%	26.78%
净利润增长率	-29.94%	-51.90%	10.26%	-38.89%	N/A	36.15%
总资产增长率	-12.86%	-16.24%	-17.87%	-14.52%	19.26%	4.65%
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	21.3	12.6	11.2
偿债能力						
净负债/股东权益	27.47%	11.75%	-11.56%	143.95%	38.67%	3.78%
EBIT 利息保障倍数	-0.6	-0.3	-1.3	-2.0	3.7	6.1
资产负债率	87.68%	88.60%	89.87%	90.82%	88.56%	84.16%

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	8	13	23
增持	0	0	2	7	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.20	1.35	1.00

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