

## 永辉超市 (601933.SH)

## 调改节奏加快，关注自有品牌进展

公司调改持续推进，短期内调改投入、关闭老店及供应链改革提效等原因，导致收入及净利润波动。永辉超市为国内商超龙头，生鲜及供应链根基扎实，当前坚定“胖东来”路线，叠加胖东来帮扶输出科学方法，名创入股有望在日百品类注入更多可能，长期看公司品质零售路线空间广阔。维持“增持”评级。

□老店调整及供应链改革等因素致短期收入、利润波动。25Q3 公司实现营业收入 124.86 亿/-25.55%，归母净利-4.69 亿/上年同期为-3.53 亿，扣非归母净利-7.00 亿元/上年同期为-6.92 亿。公司收入下降主要因门店优化调改及关闭部分尾部门店导致；利润下降主要因营收和毛利率下降影响，公司在门店调改过程中主动优化商品结构和采购模式，在淘汰旧品，引入新品过程中主动推动裸价和控后台策略，因此毛利率短期有所下降。

□调改节奏加快，推进线上布局。报告期内，公司积极推动门店网络优化，报告期末门店数合计 450 家，新增门店 2 家，报告期末调改店共计 222 家。线上渠道方面，公司前三季度线上业务营收 77.8 亿，占营业收入 18.33%；其中，自营到家实现销售额 44.3 亿，第三方平台到家实现销售额 33.5 亿元。报告期内，“永辉线上超市”自营到家业务覆盖 470 家门店。

□持续推进供应链改革升级及自有品牌建设。报告期内，公司商品中心持续推进供应链升级工作，通过精简供应商体系，实现供应商淘汰率达 40.4%；期间围绕“品质为先”构建了覆盖多元场景的商品供给体系。商品方面，公司依托源头直采模式的品质保障优势，水产梭子蟹 Q3 销售额达 4453 万/+195%；“永辉 717 好吃节”新推现制小龙虾，Q3 销售额达 5922 万元。自有品牌方面，截至目前公司已上架 9 支商品，包含橙汁、微胶囊香氛酵素洗衣液、云感洁面柔巾、智利无核西梅干、零反式脂肪酸玉米胚芽油、东北长粒香大米、安心纸面巾、头道特级生抽（酿造酱油）、每日坚果。

□投资建议。公司坚定“胖东来”路线推进调改；当前公司调改步入轨道，调改节奏加快，调改门店数占比已近半；同时持续推进供应链及商品力建设，自有品牌持续发力。长期看公司品质零售路线空间广阔，考虑公司供应链提效及自有品牌孵化进程，调整公司 25/26/27E 归母净利预测为-6.2/6.0/10.3 亿，维持“增持”评级。

□风险提示：调改店数、店效不及预期，调改后门店净利率不及预期。

## 财务数据与估值

| 会计年度       | 2023   | 2024   | 2025E | 2026E | 2027E |
|------------|--------|--------|-------|-------|-------|
| 营业总收入(百万元) | 78642  | 67574  | 56843 | 77136 | 91272 |
| 同比增长       | -13%   | -14%   | -16%  | 36%   | 18%   |
| 营业利润(百万元)  | (1476) | (1287) | (625) | 836   | 1428  |
| 同比增长       | -55%   | -13%   | -51%  | -234% | 71%   |
| 归母净利润(百万元) | (1329) | (1465) | (621) | 597   | 1032  |
| 同比增长       | -52%   | 10%    | -58%  | NA    | 73%   |
| 每股收益(元)    | -0.15  | -0.16  | -0.07 | 0.07  | 0.11  |
| PE         | -31.9  | -28.9  | -68.2 | 71.0  | 41.0  |
| PB         | 7.1    | 9.5    | 11.1  | 9.6   | 7.8   |

资料来源：公司数据、招商证券

## 增持（维持）

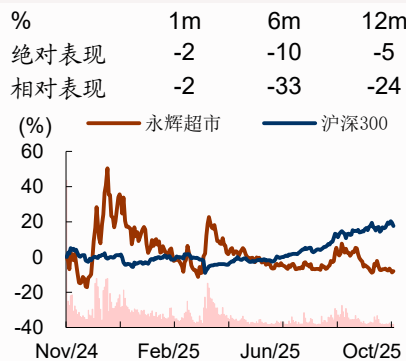
消费品/商业

当前股价：4.67 元

## 基础数据

|             |              |
|-------------|--------------|
| 总股本（百万股）    | 9075         |
| 已上市流通股（百万股） | 9075         |
| 总市值（十亿元）    | 42.4         |
| 流通市值（十亿元）   | 42.4         |
| 每股净资产（MRQ）  | 0.4          |
| ROE（TTM）    | -56.8        |
| 资产负债率       | 89.0%        |
| 主要股东        | 广东骏才国际商贸有限公司 |
| 主要股东持股比例    | 29.4%        |

## 股价表现



资料来源：公司数据、招商证券

## 相关报告

- 1、《永辉超市（601933）—调改节奏加快，持续强化供应链及商品力》2025-08-21
- 2、《永辉超市（601933）—调改持续推进，供应链优化提效》2025-05-02
- 3、《永辉超市（601933）—转型品质零售，超市龙头涅槃重生》2024-12-29

丁浙川 S1090519070002

dingzhechuan@cmschina.com.cn

李星馨 S1090524070010

lixingxin@cmschina.com.cn

## 附：财务预测表

## 资产负债表

| 单位：百万元         | 2023         | 2024         | 2025E        | 2026E        | 2027E        |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>流动资产</b>    | 19036        | 17271        | 19339        | 23684        | 26553        |
| 现金             | 5839         | 3996         | 7630         | 8999         | 9782         |
| 交易性投资          | 736          | 3291         | 3291         | 3291         | 3291         |
| 应收票据           | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 应收款项           | 422          | 263          | 221          | 300          | 355          |
| 其它应收款          | 563          | 392          | 330          | 448          | 530          |
| 存货             | 8269         | 7058         | 5955         | 8055         | 9529         |
| 其他             | 3207         | 2271         | 1913         | 2592         | 3067         |
| <b>非流动资产</b>   | 33016        | 25478        | 24873        | 24368        | 23945        |
| 长期股权投资         | 3232         | 2400         | 2400         | 2400         | 2400         |
| 固定资产           | 3842         | 3586         | 3366         | 3175         | 3010         |
| 无形资产商誉         | 1054         | 751          | 676          | 608          | 547          |
| 其他             | 24889        | 18741        | 18432        | 18185        | 17987        |
| <b>资产总计</b>    | <b>52052</b> | <b>42749</b> | <b>44213</b> | <b>48053</b> | <b>50498</b> |
| <b>流动负债</b>    | 24727        | 22727        | 24866        | 28057        | 29380        |
| 短期借款           | 5130         | 4938         | 11044        | 10203        | 8695         |
| 应付账款           | 9816         | 8121         | 6852         | 9267         | 10963        |
| 预收账款           | 4957         | 4976         | 4199         | 5679         | 6718         |
| 其他             | 4824         | 4691         | 2772         | 2908         | 3004         |
| <b>长期负债</b>    | 21390        | 15693        | 15693        | 15693        | 15693        |
| 长期借款           | 350          | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 其他             | 21040        | 15693        | 15693        | 15693        | 15693        |
| <b>负债合计</b>    | <b>46117</b> | <b>38420</b> | <b>40558</b> | <b>43750</b> | <b>45073</b> |
| 股本             | 9075         | 9075         | 9075         | 9075         | 9075         |
| 资本公积金          | 3827         | 3768         | 3768         | 3768         | 3768         |
| 留存收益           | (6963)       | (8403)       | (9024)       | (8428)       | (7395)       |
| 少数股东权益         | (4)          | (110)        | (164)        | (112)        | (22)         |
| 归属于母公司所有者权益    | 5939         | 4440         | 3818         | 4415         | 5447         |
| <b>负债及权益合计</b> | <b>52052</b> | <b>42749</b> | <b>44213</b> | <b>48053</b> | <b>50498</b> |

## 现金流量表

| 单位：百万元         | 2023          | 2024          | 2025E       | 2026E       | 2027E      |
|----------------|---------------|---------------|-------------|-------------|------------|
| <b>经营活动现金流</b> | 4569          | 2191          | 790         | 3690        | 3703       |
| 净利润            | (1465)        | (1639)        | (675)       | 649         | 1122       |
| 折旧摊销           | 1597          | 1341          | 870         | 771         | 689        |
| 财务费用           | 1280          | 1103          | 1299        | 1365        | 1297       |
| 投资收益           | (396)         | (522)         | (150)       | (150)       | (150)      |
| 营运资金变动         | 3479          | 1910          | (548)       | 1048        | 739        |
| 其它             | 74            | (1)           | (5)         | 7           | 5          |
| <b>投资活动现金流</b> | 256           | (1123)        | (115)       | (115)       | (115)      |
| 资本支出           | (671)         | (475)         | (265)       | (265)       | (265)      |
| 其他投资           | 928           | (648)         | 150         | 150         | 150        |
| <b>筹资活动现金流</b> | (6572)        | (2932)        | 2958        | (2205)      | (2805)     |
| 借款变动           | (2790)        | 3571          | 4257        | (841)       | (1508)     |
| 普通股增加          | 0             | 0             | 0           | 0           | 0          |
| 资本公积增加         | (202)         | (59)          | 0           | 0           | 0          |
| 股利分配           | 0             | 0             | 0           | 0           | 0          |
| 其他             | (3580)        | (6444)        | (1299)      | (1365)      | (1297)     |
| <b>现金净增加额</b>  | <b>(1747)</b> | <b>(1864)</b> | <b>3634</b> | <b>1369</b> | <b>783</b> |

资料来源：公司数据、招商证券

## 利润表

| 单位：百万元           | 2023          | 2024          | 2025E        | 2026E      | 2027E       |
|------------------|---------------|---------------|--------------|------------|-------------|
| <b>营业总收入</b>     | 78642         | 67574         | 56843        | 77136      | 91272       |
| 营业成本             | 61940         | 53751         | 45350        | 61337      | 72561       |
| 营业税金及附加          | 218           | 214           | 180          | 244        | 288         |
| 营业费用             | 14680         | 13059         | 8912         | 11272      | 13383       |
| 管理费用             | 1887          | 1792          | 1507         | 1851       | 2191        |
| 研发费用             | 318           | 183           | 171          | 231        | 274         |
| 财务费用             | 1323          | 1138          | 1299         | 1365       | 1297        |
| 资产减值损失           | (257)         | 942           | (200)        | (150)      | 0           |
| 公允价值变动收益         | (76)          | (298)         | (100)        | (100)      | (100)       |
| 其他收益             | 186           | 107           | 150          | 150        | 150         |
| 投资收益             | 396           | 522           | 100          | 100        | 100         |
| <b>营业利润</b>      | (1476)        | (1287)        | (625)        | 836        | 1428        |
| 营业外收入            | 282           | 168           | 100          | 100        | 100         |
| 营业外支出            | 167           | 524           | 150          | 150        | 150         |
| <b>利润总额</b>      | (1361)        | (1644)        | (675)        | 786        | 1378        |
| 所得税              | 103           | (5)           | 0            | 137        | 256         |
| 少数股东损益           | (136)         | (173)         | (54)         | 52         | 90          |
| <b>归属于母公司净利润</b> | <b>(1329)</b> | <b>(1465)</b> | <b>(621)</b> | <b>597</b> | <b>1032</b> |

## 主要财务比率

|                | 2023   | 2024   | 2025E  | 2026E | 2027E |
|----------------|--------|--------|--------|-------|-------|
| <b>年成长率</b>    |        |        |        |       |       |
| 营业总收入          | -13%   | -14%   | -16%   | 36%   | 18%   |
| 营业利润           | -55%   | -13%   | -51%   | -234% | 71%   |
| 归母净利润          | -52%   | 10%    | -58%   | -196% | 73%   |
| <b>获利能力</b>    |        |        |        |       |       |
| 毛利率            | 21.2%  | 20.5%  | 20.2%  | 20.5% | 20.5% |
| 净利率            | -1.7%  | -2.2%  | -1.1%  | 0.8%  | 1.1%  |
| ROE            | -19.8% | -28.2% | -15.0% | 14.5% | 20.9% |
| ROIC           | -1.0%  | -1.2%  | 5.2%   | 12.1% | 15.2% |
| <b>偿债能力</b>    |        |        |        |       |       |
| 资产负债率          | 88.6%  | 89.9%  | 91.7%  | 91.0% | 89.3% |
| 净负债比率          | 14.0%  | 15.9%  | 25.0%  | 21.2% | 17.2% |
| 流动比率           | 0.8    | 0.8    | 0.8    | 0.8   | 0.9   |
| 速动比率           | 0.4    | 0.4    | 0.5    | 0.6   | 0.6   |
| <b>营运能力</b>    |        |        |        |       |       |
| 总资产周转率         | 1.4    | 1.4    | 1.3    | 1.7   | 1.9   |
| 存货周转率          | 6.6    | 7.0    | 7.0    | 8.8   | 8.3   |
| 应收账款周转率        | 165.0  | 197.0  | 235.0  | 296.0 | 279.0 |
| 应付账款周转率        | 5.6    | 6.0    | 6.1    | 7.6   | 7.2   |
| <b>每股资料(元)</b> |        |        |        |       |       |
| EPS            | -0.15  | -0.16  | -0.07  | 0.07  | 0.11  |
| 每股经营净现金        | 0.50   | 0.24   | 0.09   | 0.41  | 0.41  |
| 每股净资产          | 0.65   | 0.49   | 0.42   | 0.49  | 0.60  |
| 每股股利           | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 0.00  | 0.00  |
| <b>估值比率</b>    |        |        |        |       |       |
| PE             | -31.9  | -28.9  | -68.2  | 71.0  | 41.0  |
| PB             | 7.1    | 9.5    | 11.1   | 9.6   | 7.8   |
| EV/EBITDA      | 141.3  | 206.6  | 49.7   | 25.8  | 22.5  |

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

### 股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。