

调改进入精细化深耕阶段

核心观点

公司 2025 年及 2026 年一季度累计完成 327 家门店调改，淘汰关闭 626 家尾部门店，基本完成门店规模的调整。公司调改门店同店实现较好增长，伴随自有供应链铺设，毛利率进入良性循环。公司推进第二阶段调改，专注精细化深耕，聚焦“文化提级、组织提效、商品提质、场景提销”。公司一季度大幅实现利润增长的同时，资产负债和现金流的大幅改善，经营信心大幅提升。

事件

2025 年全年公司实现营业收入 535.08 亿元，同比增长-20.82%，其中第四季度实现营业收入 110.73 亿元，同比增长-14.98%。

2025 年全年公司实现归属股东净利润-25.52 亿元，同比增长 74.17%；扣非净利润-34.17 亿元，同比增长 41.75%。其中，2025 年第四季度归属股东净利润-18.43 亿元，同比增长 32.79%；扣非净利润-19.15 亿元，同比增长 9.51%。

2026 年一季度公司实现营业收入 133.67 亿元，同比增长-23.53%；2026 年一季度公司实现归属股东净利润 2.87 亿元，同比增长 94.40%；扣非净利润 2.47 亿元，同比增长 79.55%。

简评

门店调改进度迅速

公司在 2025 年加速调改和尾部门店处理，全年调整 315 家，新开 8 家，关闭 381 家门店。至 2026 年一季度，公司继续调改了 12 家，新开 3 家，关闭 13 家店。目前公司共拥有 392 家门店，公司基本完成了绝大部分门店的调改，我们预计今年内基本实现门店数量平衡，伴随调改模型的逐渐成熟，后续有望重回扩张。

调改搭配供应链建设，推动毛利率提升

公司 2026 年一季度调改门店同比营业收入增长 16.57%，并且计划今年进行第二阶段调改，即从“快速整改”向“精细化深耕”与“专业能力夯实”过渡。2025 年公司自有品牌产品上架 57 支，完成 500 支定制产品开发，并计划 2026 年开发 200 支自有产品，上新 650 支定制产品。随着商品力的提升以及自有品牌销售占比逐步增加，毛利率较上年同期增长 1.27%。

永辉超市 (601933.SH)

维持

增持

刘乐文

liulewen@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521080003

SFC 编号:BPC301

发布日期：2026 年 04 月 18 日

当前股价：4.11 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
1.99/2.80	-12.74/-11.51	-31.50/-55.17
12 月最高/最低价 (元)		5.81/3.66
总股本 (万股)		907,503.70
流通 A 股 (万股)		907,503.70
总市值 (亿元)		372.98
流通市值 (亿元)		372.98
近 3 月日均成交量 (万)		17533.52
主要股东		
广东骏才国际商贸有限公司		29.40%

股价表现



相关研究报告

25.04.28	【中信建投社服商贸】永辉超市 (601933):加速门店调改,建设供应链体系
25.01.29	【中信建投社服商贸】永辉超市 (601933):提质即提价,保质即保量

公司财务指标不断改善：2026 年一季度公司存货从 50 亿元同比大幅下降至 31 亿元，运营天数降低至 30 天以内；公司有息负债从 70 亿元同比大幅下降至 53 亿元，资产负债表持续瘦身，叠加公司近期公告与万达剩余股权转让价款 36 亿元最终裁决，并计划继续出售所持红旗连锁 6.39% 股份，都有望带来公司现金回笼，聚焦主业。

投资建议：公司已初步实现调改第一阶段的工作，门店规模有望进入稳固阶段，在继续推进精细化管理和供应链升级后，公司毛利率有望持续提升，我们更新公司 2026-2028 年归母净利润分别为 2.01 亿元、6.42 亿元、8.87 亿元，对应市盈率分别为 186X/58X/42X，维持“增持”评级。

重要财务指标

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	67,573.82	53,507.57	47,588.40	52,224.40	54,470.40
YoY (%)	-14.07	-20.82	-11.06	9.74	4.30
净利润(百万元)	-1,465.46	-2,552.34	200.91	642.37	887.28
YoY (%)	-10.26	-74.17	107.87	219.73	38.13
毛利率 (%)	20.46	19.83	21.81	22.15	22.19
销售净利率 (%)	-2.17	-4.77	0.42	1.23	1.63
ROE (%)	-33.01	-137.28	9.75	23.76	24.70
EPS (摊薄/元)	-0.16	-0.28	0.02	0.07	0.10
P/E (倍)	-25.45	-14.61	185.65	58.06	42.04
P/B (倍)	8.40	20.06	18.10	13.80	10.38

资料来源：iFinD，中信建投证券

风险分析

1.公司目前调改门店进度顺利并不能保证后续所有调改都能够顺利进行，公司目前调改门店的积极表现也可能伴随热度下降而减弱，亦有可能公司适合调改的门店数量没有达到预测的水平。

2.公司建设自有商品体系可能存在不确定性，后续如果胖东来逐步结束帮扶调改，消费者对品牌的认知可能减弱，亦有可能在过渡期内未能建设完整的自有商品供应链体系。

3.对于品质需求的市场空间可能走向悲观假设，进而导致行业虽然资本开支见底，但回暖的时间长于预期，回暖的力度低于预期。

分析师介绍

刘乐文

社服商贸行业首席分析师。本科毕业于西安交通大学，研究生毕业于美国约翰霍普金斯大学，从事商社行业研究数年，对于美容护理、珠宝时尚、餐饮酒店、零售贸易等行业拥有深度研究见解和丰富行业积累，曾获得水晶球社会服务行业最佳分析师第一名，新财富最佳海外研究第五名，新浪最佳分析师等评选。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）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，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内 容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 朝阳区景辉街16号院1号楼18层
 电话：（8610）56135088
 联系人：李祉瑶
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室
 电话：（8621）6882-1600
 联系人：翁起帆
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼
 电话：（86755）8252-1369
 联系人：曹莹
 邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
 中环交易广场2期18楼
 电话：（852）3465-5600
 联系人：刘泓麟
 邮箱：charleneliu@csci.hk