

永辉超市 (601933.SH)

增持 (维持)

消费品/商业
当前股价: 4.11 元

调改进入精细化运营阶段, 关注门店盈利能力提升

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, 长期看公司品质零售路线空间广阔。维持“增持”评级。

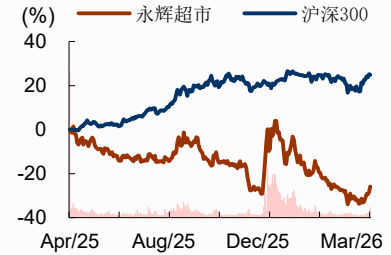
基础数据

总股本 (百万股)	9075
已上市流通股 (百万股)	9075
总市值 (十亿元)	37.3
流通市值 (十亿元)	37.3
每股净资产 (MRQ)	0.2
ROE (TTM)	-112.7
资产负债率	93.4%
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%

□ 调改持续推进, 门店优化致收入下滑。2025 年公司收入 535.08 亿元, 同比 -20.82%, 实现归母净利 -25.52 亿元 (上年同期为 -14.65 亿元), 扣非归母净利 -34.17 亿元 (上年同期为 -24.10 亿元)。2026Q1 公司收入 133.67 亿元, 同比 -23.53%, 实现归母净利 2.87 亿元, 同比 +94.40%, 实现归母扣非净利 2.47 亿元, 同比 +79.55%。公司短期收入下滑主要因为公司持续推进门店调改并大规模关闭低效尾部门店, 门店数量收缩。

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	2	-14	-31
相对表现	0	-19	-57



资料来源: 公司数据、招商证券

□ 调改店规模扩大, 供应链改革成效凸显。截至 2025 年末公司共完成 315 家门店调改, 全年关闭 381 家尾部门店; 截至 2026Q1 末公司共完成 327 家门店调改, 25 全年及 26Q1 累计关闭 626 家尾部门店。调改门店客流与销售明显提升, 26Q1 公司调改门店营业收入同比增长 16.57%。此外, 公司深化供应链改革与商品结构优化, 自有品牌快速起量, 截至 2025 年 12 月 31 日, 自有品牌累计完成产品开发 63 支, 成功上架 57 支; 2026 年, 公司将持续深耕自有品牌业务, 预计开发 200 支单品。

□ 供应链与商品改革推动毛利率回升, 净利率同比提升。公司 2026Q1 毛利率为 22.8%/+1.3pct, 销售费用率 16.7%/+0.1pct, 管理费 2.5%/+0.1pct, 财务费率 1.3%/-0.2pct, 净利率 2.1%/+1.4pct。公司毛利率提升主要得益于调改门店商品力增强、供应链效率提升及自有品牌占比提高, 费用端随门店优化与降本增效持续改善。

相关报告

- 《永辉超市 (601933) 一调改节奏加快, 关注自有品牌进展》2025-11-03
- 《永辉超市 (601933) 一调改节奏加快, 持续强化供应链及商品力》2025-08-21
- 《永辉超市 (601933) 一调改持续推进, 供应链优化提效》2025-05-02

□ 维持“增持”投资评级。公司坚定品质零售方向, 深度推进门店调改与胖东来模式落地, 叠加供应链提效与股东方资源协同, 当前调改成效全面兑现, 盈利进入修复通道。考虑到公司供应链变革仍在推进, 调整 26/27/28E 归母净利预测为 2.8/6.7/9.1 亿元, 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	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	67574	53508	51348	56252	61270
同比增长	-14%	-21%	-4%	10%	9%
营业利润(百万元)	(1287)	(1904)	217	731	1036
同比增长	NA	NA	NA	237%	42%
归母净利润(百万元)	(1465)	(2552)	277	671	906
同比增长	NA	NA	NA	142%	35%
每股收益(元)	-0.16	-0.28	0.03	0.07	0.10
PE	-25.5	-14.6	134.6	55.6	41.2
PB	8.4	20.1	17.5	13.3	10.0

资料来源: 公司数据、招商证券

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	2024	2025	2026E	2027E	2028E
流动资产	17271	10318	12325	13293	14129
现金	3996	3302	5558	6029	6330
交易性投资	3291	1559	1559	1559	1559
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	263	184	177	194	211
其它应收款	392	302	290	317	346
存货	7058	3354	3193	3497	3833
其他	2271	1617	1549	1697	1851
非流动资产	25478	20144	19692	19324	19026
长期股权投资	2400	2132	2132	2132	2132
固定资产	3586	3585	3585	3584	3584
无形资产商誉	751	557	501	451	406
其他	18741	13869	13474	13157	12904
资产总计	42749	30462	32017	32617	33155
流动负债	22727	18659	19925	19825	19419
短期借款	4938	3927	6476	5357	3824
应付账款	8121	6756	6431	7043	7719
预收账款	4976	3995	3802	4164	4564
其他	4691	3981	3215	3261	3312
长期负债	15693	10162	10162	10162	10162
长期借款	0	819	819	819	819
其他	15693	9343	9343	9343	9343
负债合计	38420	28821	30087	29988	29581
股本	9075	9075	9075	9075	9075
资本公积金	3768	3768	3768	3768	3768
留存收益	(8403)	(10983)	(10706)	(10035)	(9129)
少数股东权益	(110)	(218)	(207)	(178)	(140)
归属于母公司所有者权益	4440	1859	2136	2808	3713
负债及权益合计	42749	30462	32017	32617	33155

现金流量表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	2191	646	767	1909	2153
净利润	(1639)	(2661)	289	700	944
折旧摊销	1341	986	827	742	673
财务费用	1103	721	0	0	0
投资收益	(522)	(347)	(56)	(56)	(56)
营运资金变动	1910	2013	(292)	521	589
其它	(1)	(67)	(1)	3	3
投资活动现金流	(1123)	489	(319)	(319)	(319)
资本支出	(475)	(1741)	(375)	(375)	(375)
其他投资	(648)	2229	56	56	56
筹资活动现金流	(2932)	(2279)	1808	(1119)	(1533)
借款变动	3571	4857	1808	(1119)	(1533)
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	(59)	0	0	0	0
股利分配	0	0	0	0	0
其他	(6444)	(7136)	0	0	0
现金净增加额	(1864)	(1145)	2256	471	301

利润表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入	67574	53508	51348	56252	61270
营业成本	53751	42899	40834	44721	49016
营业税金及附加	214	165	158	173	189
营业费用	13059	11084	8768	9286	9562
管理费用	1792	1864	1232	1350	1470
研发费用	183	45	44	48	52
财务费用	1138	814	0	0	0
资产减值损失	942	1518	(150)	0	0
公允价值变动收益	(298)	(461)	0	0	0
其他收益	107	56	56	56	56
投资收益	522	347	0	0	0
营业利润	(1287)	(1904)	217	731	1036
营业外收入	168	144	144	144	144
营业外支出	524	984	0	0	0
利润总额	(1644)	(2744)	361	875	1180
所得税	(5)	(84)	72	175	236
少数股东损益	(173)	(108)	12	28	38
归属于母公司净利润	(1465)	(2552)	277	671	906

主要财务比率

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
年成长率					
营业总收入	-14%	-21%	-4%	10%	9%
营业利润	NA	NA	NA	237%	42%
归母净利润	NA	NA	NA	142%	35%
获利能力					
毛利率	20.5%	19.8%	20.5%	20.5%	20.0%
净利率	-2.2%	-4.8%	0.5%	1.2%	1.5%
ROE	-28.2%	-81.0%	13.9%	27.2%	27.8%
ROIC	-1.2%	-11.6%	2.1%	6.5%	9.7%
偿债能力					
资产负债率	89.9%	94.6%	94.0%	91.9%	89.2%
净负债比率	15.9%	18.0%	22.8%	18.9%	14.0%
流动比率	0.8	0.6	0.6	0.7	0.7
速动比率	0.4	0.4	0.5	0.5	0.5
营运能力					
总资产周转率	1.4	1.5	1.6	1.7	1.9
存货周转率	7.0	8.2	12.5	13.4	13.4
应收账款周转率	197.0	239.0	284.0	304.0	303.0
应付账款周转率	6.0	5.8	6.2	6.6	6.6
每股资料(元)					
EPS	-0.16	-0.28	0.03	0.07	0.10
每股经营净现金	0.24	0.07	0.08	0.21	0.24
每股净资产	0.49	0.20	0.24	0.31	0.41
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
估值比率					
PE	-25.5	-14.6	134.6	55.6	41.2
PB	8.4	20.1	17.5	13.3	10.0
EV/EBITDA	192.9	-100.2	68.6	48.6	41.9

资料来源：公司数据、招商证券

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。