

信义山证汇通天下

证券研究报告

超市及便利店

永辉超市（601933.SH）

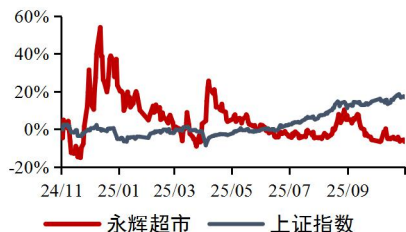
增持-A(维持)

2025Q3 调改店开店速度加快，关注自有品牌产品持续上新

2025 年 11 月 5 日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



资料来源：最闻，山西证券研究所

市场数据：2025 年 11 月 4 日

收盘价（元）：	4.63
年内最高/最低（元）：	7.87/4.08
流通 A 股/总股本（亿股）：	90.75/90.75
流通 A 股市值（亿元）：	420.17
总市值（亿元）：	420.17

基础数据：2025 年 9 月 30 日

基本每股收益(元)：	-0.08
摊薄每股收益(元)：	-0.08
每股净资产(元)：	0.38
净资产收益率(%)：	-22.82

资料来源：最闻，山西证券研究所

分析师：

王冯

执业登记编码：S0760522030003

邮箱：wangfeng@sxzq.com

孙萌

执业登记编码：S0760523050001

邮箱：sunmeng@sxzq.com

事件描述

➢ 10 月 31 日，公司披露 2025 年 3 季报，2025 年前三季度，公司实现营业收入 424.34 亿元，同比下降 22.21%；录得归母净亏损 7.10 亿元，录得扣非后净亏损 15.02 亿元。

事件点评

➢ **2025Q3 公司营收延续下降，扣非后亏损环比收窄。**营收端，2025 年前三季度，公司实现营收 424.34 亿元，同比下降 22.21%；营收下降主因：（1）行业竞争激烈导致公司客流、客单均出现下滑；（2）公司对门店进行优化调改的同时，关闭尾部门店。线上渠道方面，2025 年前三季度，线上业务营收 77.8 亿元，占公司营收比重 18.33%。其中，自营到家业务营收 44.3 亿元，第三方平台到家业务营收 33.5 亿元。业绩端，2025 年前三季度，录得归母净亏损 7.10 亿元，录得扣非后净亏损 15.02 亿元，非经常性收益主要来自关闭门店产生的使用权资产处置收益。2025Q3，公司实现营收 124.86 亿元，同比下降 25.55%；归母净亏损 4.69 亿元，扣非后净亏损 7.00 亿元。

➢ **坚定推进供应链重塑工作，官宣“国民超市 品质永辉”新定位。**门店方面，截至 2025Q3 末，公司开业门店为 450 家，较上一季度末净减少 102 家；其中已开业调改门店 222 家，较上一季度末净增加 98 家。供应链重塑方面，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%。自有品牌建设方面，10 月 13 日，公司召开产品发布会，并官宣“国民超市 品质永辉”的新定位，发布“永辉定制”与自有品牌“品质永辉”两大系列，推出了覆盖生鲜、熟食、烘焙、饮品、日用品等多个品类的超 20 款品质单品，目标在三年内锁定 200 个核心战略伙伴，打造 100 个亿元级大单品。

➢ **2025Q3 销售毛利率同、环比均实现回升。**盈利能力方面，2025 年前三季度，公司销售毛利率为 20.52%，同比下滑 0.32pct；2025Q3，销售毛利率 19.84%，同比提升 0.65pct，环比提升 0.02pct。费用率方面，2025 年前三季度，公司期间费用率合计 24.41%，同比提升 2.09pct，主因销售费用率同比提升 2.18pct。存货方面，截至 2025Q3 末，公司存货 37.32 亿元，同比下降 30.47%。经营活动现金流方面，2025 年前三季度，公司经营活动现金流净额为 11.40 亿元，同比下降 69.82%。

投资建议

➢ 2025 年第三季度，公司调改门店开业及存量门店关闭速度加快，截至三季度末，已



请务必阅读最后股票评级说明和免责声明

1

完成 222 家门店的胖东来模式调改。同时，公司坚定推进供应链重塑，并陆续发布自有品牌商品，3 季度销售毛利率同环比均小幅改善。预计公司 2025-2027 年净利润为-7.30、5.67、7.43 亿元，维持“增持-A”评级。

风险提示

➤ 超市行业同质化竞争加剧；门店调改进度不及预期；自有品牌拓展不及预期。

财务数据与估值：

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	78,642	67,574	56,424	67,427	80,912
YoY(%)	-12.7	-14.1	-16.5	19.5	20.0
净利润(百万元)	-1,329	-1,465	-730	567	743
YoY(%)	51.9	-10.3	50.2	177.7	31.1
毛利率(%)	21.2	20.5	19.0	20.0	20.5
EPS(摊薄/元)	-0.15	-0.16	-0.08	0.06	0.08
ROE(%)	-24.7	-37.8	-22.8	15.1	16.6
P/E(倍)	-32.0	-29.0	-58.2	74.9	57.1
P/B(倍)	7.2	9.6	11.4	9.9	8.5
净利率(%)	-1.7	-2.2	-1.3	0.8	0.9

资料来源：最闻，山西证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	19036	17271	14773	24733	26064
现金	5839	3996	2454	8520	10062
应收票据及应收账款	422	263	309	374	445
预付账款	1185	791	859	1113	1254
存货	8269	7058	5974	9407	8935
其他流动资产	3321	5163	5177	5319	5368
非流动资产	33016	25478	22643	20748	18800
长期投资	3232	2400	1617	867	107
固定资产	3854	3598	2516	2521	2561
无形资产	1038	735	613	327	24
其他非流动资产	24892	18745	17897	17033	16108
资产总计	52052	42749	37417	45481	44864
流动负债	24727	22727	18199	25635	24193
短期借款	5130	4938	4938	4938	4938
应付票据及应付账款	9816	8121	7131	10870	10596
其他流动负债	9781	9667	6130	9826	8659
非流动负债	21390	15693	15693	15693	15693
长期借款	350	0	0	0	0
其他非流动负债	21040	15693	15693	15693	15693
负债合计	46117	38420	33892	41327	39886
少数股东权益	-4	-110	-184	-123	-42
股本	9075	9075	9075	9075	9075
资本公积	4315	4256	4256	4256	4256
留存收益	-6968	-8433	-9237	-8609	-7785
归属母公司股东权益	5939	4440	3710	4277	5020
负债和股东权益	52052	42749	37417	45481	44864

现金流量表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	4569	2191	-1108	5401	924
净利润	-1465	-1639	-804	628	824
折旧摊销	1597	1341	993	1034	1126
财务费用	1323	1138	992	1072	1145
投资损失	-396	-522	-271	-397	-397
营运资金变动	1019	266	-1724	3542	-1230
其他经营现金流	2491	1608	-294	-478	-545
投资活动现金流	256	-1123	2407	1737	1764
筹资活动现金流	-6572	-2932	-2840	-1072	-1145
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	-0.15	-0.16	-0.08	0.06	0.08
每股经营现金流(最新摊薄)	0.50	0.24	-0.12	0.60	0.10
每股净资产(最新摊薄)	0.65	0.49	0.41	0.47	0.55

利润表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	78642	67574	56424	67427	80912
营业成本	61940	53751	45704	53941	64325
营业税金及附加	218	214	154	195	237
营业费用	14680	13059	10551	12407	14888
管理费用	1887	1792	1467	1721	2066
研发费用	318	183	153	183	219
财务费用	1323	1138	992	1072	1145
资产减值损失	-612	-218	1112	1901	2023
公允价值变动收益	-76	-298	-323	-232	-284
投资净收益	396	522	271	397	397
营业利润	-1476	-1287	-752	837	1140
营业外收入	282	168	261	237	222
营业外支出	167	524	315	335	392
利润总额	-1361	-1644	-807	739	970
所得税	103	-5	-3	111	145
税后利润	-1465	-1639	-804	628	824
少数股东损益	-136	-173	-74	61	81
归属母公司净利润	-1329	-1465	-730	567	743
EBITDA	394	-123	389	1907	2116

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	-12.7	-14.1	-16.5	19.5	20.0
营业利润(%)	55.2	12.8	41.6	211.3	36.1
归属于母公司净利润(%)	51.9	-10.3	50.2	177.7	31.1
获利能力					
毛利率(%)	21.2	20.5	19.0	20.0	20.5
净利率(%)	-1.7	-2.2	-1.3	0.8	0.9
ROE(%)	-24.7	-37.8	-22.8	15.1	16.6
ROIC(%)	-3.8	-5.4	-2.5	3.0	3.3
偿债能力					
资产负债率(%)	88.6	89.9	90.6	90.9	88.9
流动比率	0.8	0.8	0.8	1.0	1.1
速动比率	0.3	0.3	0.4	0.5	0.6
营运能力					
总资产周转率	1.4	1.4	1.4	1.6	1.8
应收账款周转率		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
估值比率					
P/E	-32.0	-29.0	-58.2	74.9	57.1
P/B	7.2	9.6	11.4	9.9	8.5
EV/EBITDA	162.6	-466.7	146.9	26.8	23.5

资料来源：最闻、山西证券研究所

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：**——公司评级**

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明:

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息,但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险,投资需谨慎。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,公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期,公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的,还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权,本报告的任一部分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,或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则,公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明,禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构;禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定,且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人,提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所:

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话: 0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区金田路 3086 号大百汇广场 43 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

