# 永辉超市（601933.SH）

公司首次评级

2026年11月3日

## 基本信息

| | |
|---|---|
| 所属行业 | 消费品 |
| 当前股价 | 2.92 |
| 总市值 | 260.61亿 |
| PE-TTM | -15.59 |
| PB-MRQ | 12.49 |

## 估值结果

| | | |
|---|---|---|
| DDM估值 | 价值 | 169.13亿 |
| | 上行空间 | -35% |
| | 状态 | 高估 |
| 动态估值 | 价值 | 158.24亿 |
| | 上行空间 | -39% |
| | 状态 | 高估 |

## 四维评级

| | |
|---|---|
| 成长空间 | ★★★☆☆ |
| 盈利趋势 | ★★★½☆ |
| 产业格局 | ★★½☆☆ |
| 护城河 | ★★½☆☆ |

## 核心评级结论

永辉超市是国内大卖场龙头，正处在"胖东来模式"深度调改的转型期。

成长空间中等，2026年门店收缩已基本出清，随着调改后单店模型逐步跑稳，后续仍具备一定开店空间。盈利趋势较好，改善主要来自毛利率与费用率的双向修复；但短期盈利质量与持续性仍待验证，我们预计公司在2027年实现扭亏。产业格局一般，格局评价偏弱，主要因传统商超正同时承受仓储会员店、社区硬折扣（奥乐齐、超盒算NB）与即时零售的多重挤压，部分区域面临客流被分流的风险。护城河一般，护城河主要来自规模经济与线下渠道优势。

综合来看，公司调改转型的成效仍需时间验证，叠加公司资产负债率较高、净资产基数偏小。按当前模型测算，估值处于高估区间，后续若调改成效逐步兑现，估值状态有望改善。

## 我们区别于市场的观点

相较市场对永辉调改前景的判断，我们更偏中性。核心原因在于：胖东来的成功与步步高的调改，本质上都是"小规模 + 区域深耕"的模型，而永辉面对的是覆盖24个省市的全国性网络，需在由峰值超1000家收缩后的存量体系内"边关停、边改造"，供应链重构的深度与财务验证的周期也相应更长。

## 风险提示

1）调改持续性风险：调改店前期客流与销售的高增长部分来自开业热度，后续能否在常态化运营下维持，以及新开门店能否复制既有模型，均存在不确定性；2）财务与资产处置风险：公司资产负债率仍处高位、净资产基数偏薄，万达股权转让价款执行及非主业资产处置进度存在不确定性；3）竞争与需求风险：会员商超与折扣店持续下沉，将进一步分流核心商圈客流，压制同店表现。

# 内容目录

1. 基本信息 …… 4
2. 业务介绍 …… 4
3. 商业模式 …… 4
3.1 资产强度 …… 5
3.2 营销强度 …… 5
3.3 客户集中度 …… 5
3.4 供应商集中度 …… 5
4. 历史经营绩效 …… 5
4.1 历史盈利能力 …… 5
4.2 历史成长能力 …… 6
4.3 历史业务控制力及财务健康评级 …… 6
4.4 股东回报评级 …… 6
5. 四维评级 …… 7
5.1 成长空间 …… 7
5.2 盈利趋势 …… 7
5.3 产业格局 …… 7
5.4 护城河 …… 7
6. 公司估值 …… 8
6.1 核心假设及逻辑 …… 8
6.2 动态估值 …… 9
6.3 DDM估值 …… 9
6.4 估值确定性 …… 10

# 图表目录

图1：预测2026年收入占比 ····· 4
图2：预测2026年毛利占比 ····· 4
图3：近年公司盈利能力趋势图 ····· 5
图4：近年公司历史成长能力趋势图 ····· 6
图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势 ····· 6
图6：近年股东回报能力趋势图 ····· 6

表1：护城河详解表 ····· 8
表2：公司整体业绩预测 ····· 9
表3：公司分业务业绩预测 ····· 9
表4：公司整体及分业务动态估值 ····· 9
表5：公司整体及分业务DDM估值 ····· 9

# 1. 基本信息

永辉超市股份有限公司成立于2001年，是A股大卖场的龙头企业。公司主营业务为通过线下门店 + 线上向消费者提供优质平价商品，覆盖生鲜及加工、食品用品（含服装）、租赁及其他三大品类。

渠道结构上，公司以线下大卖场为主体、线上到家为补充。截至2026年6月30日，公司已开业门店合计382家，覆盖全国24个省和直辖市；其中累计完成调改并开业的门店331家。

# 2. 业务介绍

**对于永辉超市公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：**

零售业务：

按类别分，公司的零售业务分为生鲜及加工、食品用品，以及其他业务（租赁等）。

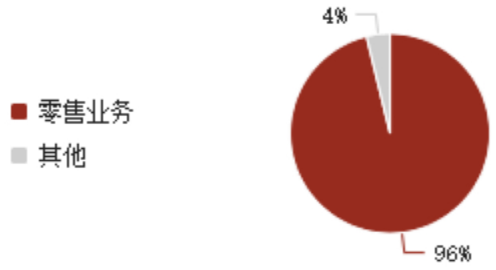
永辉早期即以生鲜"高频 + 刚需"属性差异化竞争，生鲜收入占比长期维持在40%以上，通过生鲜引流、再以食品与日用品实现盈利，形成客流虹吸效应。2026H1生鲜及加工实现收入110.48亿元，占营业总收入46.44%，毛利率16.4%。

食品用品涵盖包装食品、饮料、粮油调味、日用百货及自有品牌商品。公司早年曾尝试拓展服装等高毛利品类，因成效欠佳已在门店迭代中主动缩减。调改店大幅提升加工食品与自有品牌占比，商品结构重塑为"一二线品牌 + 自有品牌 + 网红产品"。2026H1食品用品（含服装）实现收入118.42亿元，占营业总收入49.78%，毛利率22.8%（同比+3.63个百分点）。

租赁及其他主要为购物中心内商铺转租及服务性收入，毛利率高但规模占比小。

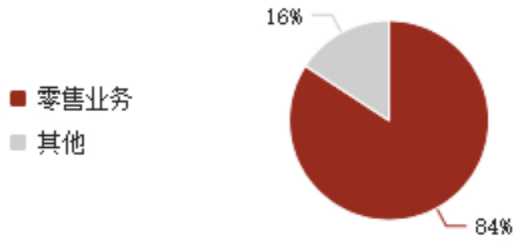
我们对整个零售业务的竞争市场界定在中国国内。

图1：预测2026年收入占比




数据来源：公司财报，壹评级

图2：预测2026年毛利占比




数据来源：公司财报，壹评级

# 3. 商业模式

公司属租赁驱动型零售商—门店物业以租赁取得，若将使用权资产纳入长期经营资产口径，资产强度并不低；营销投入处于中等水平；客户与供应商集中度均较低，上下游结构分散。

## 3.1 资产强度

低 | 较低 | 中等 | 较高 | 高

永辉超市的固定资产占总资产比例较低，但公司主要为租赁驱动型零售商，门店物业绝大多数是租赁的，若计入使用权资产，公司的资产强度较高。截至2025年末，公司使用权资产74.24亿元，占总资产24.37%；固定资产35.85亿元。

## 3.2 营销强度

低 | 较低 | 中等 | 较高 | 高

永辉的营销强度中等。超市业态租金与人工偏刚性，收入下滑时费用率被动攀升。2025年销售费用110.8亿元，销售费用率约20.7%，费用率较2024年的19.3%上升约1.4个百分点，主因关店产生的人员及违约赔偿。2026H1随门店提效与组织精简，期间费用率同比下降1.8个百分点，费用端出现拐点。

## 3.3 客户集中度

低 | 较低 | 中等 | 较高 | 高

永辉的客户集中度低。公司面向大众消费者，客户极度分散。2025年前五名客户销售额合计4.22亿元，占年度销售总额仅0.82%。客户结构上不存在依赖风险。

## 3.4 供应商集中度

低 | 较低 | 中等 | 较高 | 高

永辉的供应商集中度低。2025年前五名供应商采购额37.37亿元，占年度采购总额9.59%。调改后公司取消入场费、实行裸价采购，彻底摆脱通道费依赖并恢复自主选品权，对上游议价能力增强；但激进的供应链清洗一度导致供应商清退与缺货率上升，反映新旧供应链体系的磨合成本。

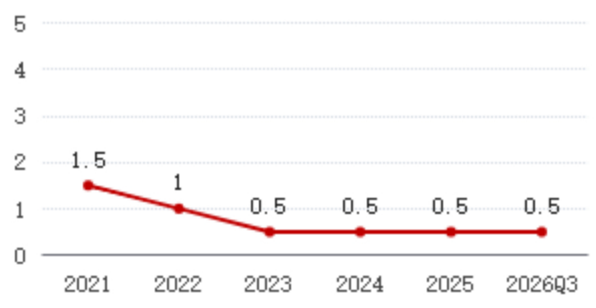
# 4. 历史经营绩效

永辉自2021年起营收持续下滑、盈利长期亏损的趋势，历史盈利能力、成长能力、业务控制力及财务健康、以及股东回报都处于低水平。

## 4.1 历史盈利能力

★☆☆☆☆

图3：近年公司盈利能力趋势图



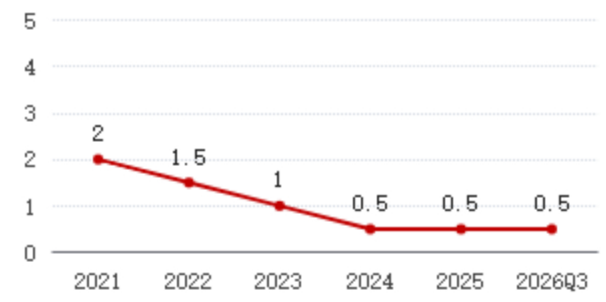

数据来源：公司财报，壹评级

公司盈利能力在2021年之后持续处于亏损状态。主因客流分流致盈利承压，叠加存量包袱集中释放：新租赁准则推高折旧与利息费用，叠加历史包袱出清与转型投入（闭店减值、调改前期投入）。自2024年起，公司启动“品质零售”转型，逐步关停尾部门店并逐店计提资产减值，加速出清历史包袱（2025年为了配合调改和关店，仅资产报废及一次性投入就损失了约8.8亿元，停业装修毛利损失约3亿、资产减值准备3.50亿）。

## 4.2 历史成长能力

★☆☆☆☆

图4：近年公司历史成长能力趋势图



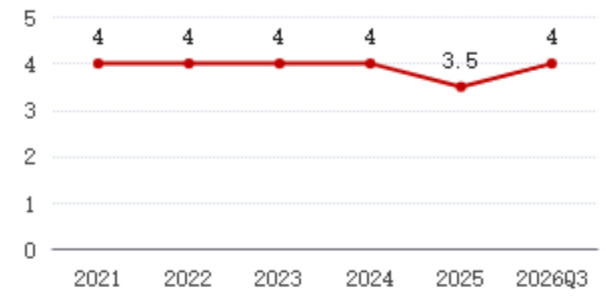

数据来源：公司财报，壹评级

2007-2019年，公司收入与扣非净利润复合增速分别达到约30%、20%。但自2021年起，在外部竞争加剧与内部深度转型的双重挤压下，公司步入净关店周期：营业收入从2021年的910.62亿元连续下滑至2025年的535.08亿元（2021-2025年CAGR约-12.4%）；2026H1公司持续主动关闭尾部门店、新开仅3家，净关店21家，门店总数降至382家（2024/2025年总门店数为775/403家）。2026H1收入237.91亿元，同比再降20.56%，收入端尚未见底。

## 4.3 历史业务控制力及财务健康评级

★★★★☆

图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势



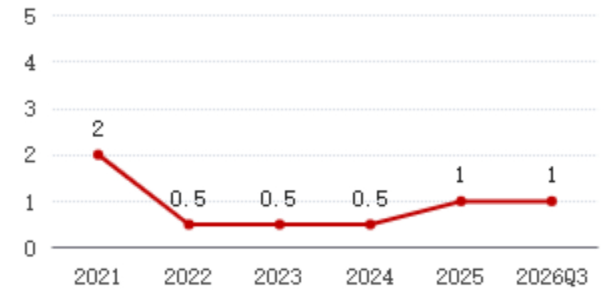

数据来源：公司财报，壹评级

净占款水平较高，是量化星级给出3.5星的原因；但从现金创造与财务安全两个维度看，公司的缓冲空间已明显收窄。经营活动现金流量净额已由2022年的58亿元衰减至2025年的6.46亿元（同比-70.5%），2026H1进一步降至1.99亿元；资产负债率由2023年的88.6%升至2025年的94.6%（2026H1为93%）。

## 4.4 股东回报评级

★☆☆☆☆

图6：近年股东回报能力趋势图




数据来源：公司财报，壹评级

公司的股东回报评级低，由于净利润连续5年为负，公司最近三个会计年度累计现金分红金额为0，2025年度亦不分配现金股利、不实施资本公积金转增股本。股东回报在转型期内实质缺失；未来分红的启动取决于盈利的可持续恢复与资产负债表的修复速度。

## 5. 四维评级

公司四维整体偏中低位——成长空间中等（增量来自"门店数量 + 单店销售"双重修复，需跟踪调改落地），公司盈利趋势较好，后续增长趋势明确但目前绝对水平较低，产业格局受新零售渠道挤压偏弱，护城河来自规模经济与渠道力、但宽度较低。

## 5.1 成长空间 ★★★☆☆

公司整体成长空间中等—增量来自"门店数量 + 单店销售"的双重修复，目前需持续跟踪后续调改情况。

零售业务(3星)：

1）门店数量：公司门店已由高峰期的超1000家门店精简至2026年6月末的382家，主动出清基本完成。后续随着单店模型的稳定，公司预计会重回净开店状态。2）单店方面，调改店 2025 年平均日销预计约35万元，对比优秀门店的日销仍有较大提升空间，后续随着自有品牌的跑通，单店销售预计会稳步提升。

## 5.2 盈利趋势 ★★★½☆

盈利趋势向好，改善来自毛利率与费用率的双向修复：毛利率受益于供应链改革与自有品牌占比提升，费用端已现拐点；但当前盈利绝对水平仍低，2026年预计仍小幅亏损，2027年有望实现扭亏。

零售业务(3.5星)：

1）毛利率端，后续提升由三方面驱动：供应链改革（取消入场费、裸价采购）、自有品牌占比提升与品类结构升级；2）费用端，随着调改逐步完成、店效提升与门店数量重回扩张，费用水平有望在规模上摊薄；3）利润端，2026 Q2 单季仍小幅亏损 0.34 亿元；随着调改门店大部分实现盈利，我们预计公司 2027 年有望实现扭亏，后续年盈利进一步修复。

## 5.3 产业格局 ★★½☆☆

产业格局偏弱，主因传统商超同时承受仓储会员店、社区硬折扣与即时零售的多重挤压，客流与份额面临持续分流。

零售业务(2.5星)：

零售行业本质上属于同质化竞争较为充分的领域。近年来，随着电商渗透加深及会员店、量贩零食等新零售业态的崛起，公司所处赛道的竞争压力明显加大；与此同时，行业进入壁垒不高，新玩家仍在持续进入，竞争强度短期难见缓解。

## 5.4 护城河 ★★½☆☆

公司护城河主要来自规模经济优势以及渠道力，整体护城河宽度较低。

表1：护城河详解表

| | 护城河宽度及解释 | 护城河持续性及解释 |
|---|---|---|
| 零售业务 | (0.5星)公司在全国零售市场的市占率较低，这与行业本身高度分散的格局有关；但在大卖场业态内部，公司规模居于头部。2025 年公司净利润为负，ROIC 已不具备参考意义。 | (4.5星)公司的护城河主要来自于其规模经济优势与渠道优势。规模经济端，生鲜自营为核心，源头直采＋全国集采形成短期难复制的供应链，叠加"裸价采购＋规模"，标品议价权显著；2026H1 物流园 16 个、运营面积 52.26 万㎡、作业额 161.32 亿元。渠道端，382 家门店覆盖 24 个省和直辖市，2026H1 线上占比 19.35%，门店兼作履约节点。护城河持续性上，随着调改门店占比提升、单店经营趋于稳健，规模效应逐步释放，我们认为公司护城河具备较强的可持续性。 |

数据来源：壹评级

# 6. 公司估值

我们对永辉超市采用了动态估值和DDM估值方法，经过测算公司现在估值偏高估。

## 6.1 核心假设及逻辑

公司的业务包括：零售业务和其他。我们分业务进行盈利预测并估值，主要业务的预测核心假设及逻辑如下：

**业务：零售业务**

**收入假设：**

门店数量：公司门店由传统门店与调改门店两部分构成。预计2026年传统门店全部完成调改或关闭；随着调改门店单店模型趋于稳定，门店数量有望逐步回升，远期保守预计（2040E）调改门店数量达到600家。

单店销售：我们将门店日均销售作为核心假设，预计永辉调改店目前的日销为35万元，预计远期稳态日销能达到50万元左右，经过测算，这个水平的单店净利润率约维持5%的合理水平。

线上收入：线上由自营"永辉线上超市"与第三方平台（美团、京东到家、淘宝闪购）构成。预计线上收入2030年增至114.59 亿元。预计远期客单价与订单量均有上升。

合计测算 2026E/2027E/2028E 营业收入分别为496.4/550.7/611.2亿元，对应增速-7.2%/+10.9%/+11.0%。

**盈利假设：**

毛利率：随自有品牌与熟食占比提升、采购规模效应释放，假设生鲜及加工毛利率再提升2个百分点、食品用品再提升3个百分点。2026年整体毛利率 21.6%，2027年21.7%，远期稳态约 21.2%。

费用率：远期预计受益于门店提效、组织精简与弹性用工，期间费用率持续下行。

净利润：合计测算公司2026E/2027E/2028E归母净利润分别为-0.4/5.2/9.7亿元。

表2：公司整体业绩预测

| 永辉超市 | 2023A | 2024A | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E | 2029E | 2030E |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 收入(亿) | 786.4 | 675.7 | 535.1 | 496.4 | 550.7 | 611.2 | 669.8 | 721.3 |
| 归母净利润(亿) | -13.3 | -14.6 | -25.5 | -0.4 | 5.2 | 9.7 | 13.2 | 18.5 |
| 归母净利润增速(%) | 51.9 | -10.4 | -74.3 | 98.5 | 1457.6 | 87.1 | 35.8 | 40.7 |
| 经营性净利润(亿) | -18.2 | -19.0 | -26.1 | -0.0 | 5.4 | 10.1 | 13.7 | 19.3 |
| 经营性净利润增速(%) | 30.3 | -4.9 | -37.2 | 99.9 | 23746.5 | 87.1 | 35.8 | 40.7 |
| 经营性归母净利润(亿) | -16.5 | -17.0 | -25.1 | -0.0 | 5.2 | 9.7 | 13.2 | 18.5 |
| 经营性归母净利润增速(%) | 31.4 | -3.4 | -47.2 | 99.9 | 23746.5 | 87.1 | 35.8 | 40.7 |

数据来源：壹评级

表3：公司分业务业绩预测

| 零售业务 | 2023A | 2024A | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E | 2029E | 2030E |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 收入(亿) | 786.4 | 675.7 | 535.1 | 496.4 | 550.7 | 611.2 | 669.8 | 721.3 |
| 收入增速(%) | -12.7 | -14.1 | -20.8 | -7.2 | 10.9 | 11.0 | 9.6 | 7.7 |
| 经营性净利润(亿) | -18.2 | -19.0 | -26.1 | -0.0 | 5.4 | 10.1 | 13.7 | 19.3 |
| 经营性净利率(%) | -2.3 | -2.8 | -4.9 | -0.0 | 1.0 | 1.7 | 2.0 | 2.7 |
| 经营性净利润增速(%) | 30.3 | -4.9 | -37.2 | 99.9 | 23746.5 | 87.1 | 35.8 | 40.7 |

数据来源：壹评级

## 6.2 动态估值

表4：公司整体及分业务动态估值

| 业务 | 半显性期CAGR | 增速描述 | 产业格局 | 护城河持续性 | 贴现率 | 综合倍数 | 有效盈利预测(亿) |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 零售业务 | 6.0% | 中等 | 一般 | 强 | 8.0% | 16.09 | 17.4 |
| 业务 | 显性期价值 | 显性期后价值 | 业务价值 | 富余现金 | 少数股东权益价值 | 股权投资价值 | 总价值 |
| 零售业务(亿) | -68.9 | 206.4 | 137.4 | - | -2.5 | 18.4 | 158.2 |
| 公司整体测算(亿) | -68.9 | 206.4 | 137.4 | - | -2.5 | 18.4 | 158.2 |

数据来源：壹评级

## 6.3 DDM估值

表5：公司整体及分业务DDM估值

| 业务 | 预测期价值 | 永续期价值 | 业务价值 | 富余现金 | 少数股东权益价值 | 股权投资价值 | 总价值 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 零售业务(亿) | 4.2 | 144.1 | 148.3 | - | -2.5 | 18.4 | 169.1 |
| 公司整体测算(亿) | 4.2 | 144.1 | 148.3 | - | -2.5 | 18.4 | 169.1 |

数据来源：壹评级

## 6.4 估值确定性

★★★☆☆

公司整体估值确定性中等。短期而言，公司仍处于调改推进期，盈利修复尚未完成，业绩波动较大、前瞻能见度相对有限。

# 附注

## 四维评级

四维评级是对上市公司成长空间、盈利趋势、产业格局、护城河四个维度的评级，其综合评价了一家公司的基本面情况。在评级中，我们结合了财务数据、行业数据、公司调研等多元信息，在研究员深度研究后，利用壹评级的自研评价体系，得到公司的各维度星级。

四个维度的星级大致按如下比例分布：

| 星级 | 5 | 4.5 | 4 | 3.5 | 3 | 2.5 | 2 | 1.5 | 1 | 0.5 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 比例 | 3% | 7% | 10% | 15% | 15% | 15% | 15% | 10% | 7% | 3% |

### ①成长空间

成长空间主要衡量公司未来的收入成长能力，其综合考虑了中短期（未来5年）、长期（未来5到10年）公司的成长能力，也考虑了公司未来增长的边际变化及确定性。

### ②盈利趋势

盈利趋势主要反应的是未来5年内公司盈利及产品景气的波动趋势。我们综合考虑了未来行业的供需景气变动、价格成本变化及格局的趋势性改变。

### ③产业格局

产业格局衡量的是公司产品的竞争格局情况，在公司业务的产品属性基础上，结合未来格局、进入壁垒、对上下游议价能力及替代风险等角度，综合评价公司产品的产业竞争格局。

### ④护城河

护城河维度主要考虑当前公司的护城河宽度及未来公司护城河的可持续性，我们根据公司的超额盈利、业务控制力和市占率情况评价公司的护城河宽度，并将其归因到品牌、渠道、资源、技术等若干个潜在护城河之中，并对这些护城河的持续性做出合理评估。综合考虑护城河的宽度与持续性，给出护城河星级。

## DDM估值

壹评级DDM估值是对公司未来的预测分红进行折现得出的估值。估值过程中，我们基于以下基本假设：公司在保持合理周转率、合理负债率以及合理必要现金前提下，公司未来盈利可分尽分

## 动态估值

壹评级动态估值，采用倍数法对公司价值进行快速评估。我们主要采用显性期（通常为5年）末两年末两年加权盈利预测-作为盈利基准，乘以适当倍数，根据风险折现后得到其估值。动态估值中的倍数以显性期后成长能力为基准，根据产业格局、护城河持续性、风险情况等进行调整，得到合适的估值倍数。

## 估值状态

估值状态主要用上行空间这一指标来衡量，上行空间(X) = 估值/市值-1，其与估值状态的对应关系如下：

| 区间 | X＜-50% | -50%≤X＜-30% | -33%≤X＜-20% | -20%≤X＜25% | 25%≤X＜50% | 50%≤X＜100% | X≥100% |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 估值状态 | 严重高估 | 高估 | 偏高估 | 合理估值 | 偏低估 | 低估 | 严重低估 |

## 经营性净利润/经营性归母净利润

经营性净利润相比于报表净利润主要剔除了金融相关收益，如金融性收益、财务收入等，主要体现公司在业务经营方面产生的收益。经营性归母净利润则进一步剔除了其相关的少数股东损益。

## 量化星级部分

商业模式和历史经营绩效部分所列示的量化星级是根据上市公司披露的公开信息和数据加工处理而成的星级指标，以下为各分项的计算说明：

### 1.历史成长能力

该评级主要是对公司的营业收入、营业利润、归母净利润等的增长率数据进行定量计算，得到星级结果。

### 2.历史盈利能力

该评级主要对公司的ROE、ROIC、扣非净利率等数据进行定量计算，得到星级结果。

### 3.历史业务控制力及财务健康评级

该评级主要对公司的经营性现金流净额的收入占比、净占款在资产中的占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

### 4.股东回报评级

该评级主要对公司的盈利能力、分红率等数据进行定量计算，得到星级结果。

### 5.资产强度

该评级主要对公司的固定资产、在建工程等长期经营资产的数值及比例等数据进行定量计算，得到星级结果。

### 6.研发高端度

该评级主要对公司的人均研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

### 7.研发强度

该评级主要对公司的单位收入研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

8. 营销强度

该评级主要对公司的单位收入销售费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

9. 人力资源密集度

该评级主要对公司的单位收入薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

10. 人力资源高端度

该评级主要对公司的人均薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

11. 客户集中度

该评级主要对公司的头部客户占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

12. 供应商集中度

该评级主要对公司的头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

13. 整体供应链集中度

该评级主要对公司的头部客户占比和头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

## 免责声明

本研究资料的信息由壹评级(以下简称“本公司”)基于已公开的资料或信息加工处理而成。本研究资料所载的信息、资料、推测及评价仅反映本公司于发布本研究资料时的判断，不保证所包含信息不发生任何变更。在不同时期，本公司可发出与本研究资料所载信息、资料、推测及评价不一致的研究资料。本公司不保证本研究资料所含信息及资料保持在最新状态。同时，本公司对本研究资料所含信息及资料可在不发出通知的情形下做出补充、更新和修改，客户应当自行关注相应的更新或修改。

本研究资料中的信息或所表述的评价仅供参考之用，均不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本研究资料中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。本研究资料版权归“壹评级”所有，未经事先书面授权，任何机构和个人对本研究资料的任何部分不得以任何形翻版、复制、发表或引用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“壹评级”，且不得对本研究资料进行任作有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究资料的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。