

数字化转型期永辉超市企业价值评估研究

王家琪, 苏宵赐

河北地质大学管理学院, 河北 石家庄

收稿日期: 2025年8月26日; 录用日期: 2025年9月21日; 发布日期: 2025年9月28日

摘要

在数字化转型与消费升级的背景下, 传统零售企业面临价值重估的迫切需求。本文以永辉超市为研究对象, 采用折现现金流法(DCF)与可比公司法(CCA)构建双轨估值框架, 结合其战略转型特征与行业变革趋势, 系统分析企业价值创造逻辑。研究发现: DCF模型测算的股权价值为795.75亿元, 对应股价8.77元/股, 而CCA模型下市销率、市净率估值分别为400.04亿元与465.84亿元, 估值差异本质反映市场对其“门店调改 + 供应链整合”转型成功率的预期分歧, DCF隐含转型成功率 $\geq 70\%$, 而CCA仅 $\leq 40\%$ 。敏感性分析表明, 加权平均资本成本(WACC)与永续增长率(g)是影响估值的关键参数, 其中WACC每上升1%将导致估值下降15.5%。研究为转型期零售企业价值评估提供了方法论参考, 建议永辉超市通过资产负债表修复与会员制生态构建, 兑现DCF模型蕴含的长期增长潜力。

关键词

企业价值评估, 折现现金流法(DCF), 可比公司法(CCA), 永辉超市

Research on the Enterprise Value Evaluation of Yonghui Superstores during the Digital Transformation Period

Jiaqi Wang, Xiaoci Su

School of Management, Hebei GEO University, Shijiazhuang Hebei

Received: August 26th, 2025; accepted: September 21st, 2025; published: September 28th, 2025

Abstract

Under the backdrop of digital transformation and consumption upgrade, traditional retail enterprises are facing an urgent need for value reevaluation. This paper takes Yonghui Superstores as the research object, and adopts the discounted cash flow method (DCF) and comparable company

analysis (CCA) to construct a dual-track valuation framework. By combining its strategic transformation characteristics and industry change trends, it systematically analyzes the logic of enterprise value creation. The research finds that the equity value calculated by the DCF model is 79.575 billion yuan, corresponding to a share price of 8.77 yuan per share. However, the market value-to-sales ratio and market value-to-book ratio valuations under the CCA model are 40.004 billion yuan and 46.584 billion yuan, respectively. The valuation difference essentially reflects the market's expectation divergence on the success rate of its "store renovation and supply chain integration" transformation. The DCF model implies a transformation success rate of $\geq 70\%$, while the CCA model only implies $\leq 40\%$. Sensitivity analysis shows that the weighted average cost of capital (WACC) and the perpetual growth rate (g) are the key parameters affecting the valuation, and a 1% increase in WACC will lead to a 15.5% decrease in valuation. The research provides a methodological reference for the value assessment of retail enterprises in the transformation period, and suggests that Yonghui Superstores should realize the long-term growth potential implied in the DCF model through balance sheet repair and the construction of a membership-based ecosystem.

Keywords

Enterprise Value Assessment, Discounted Cash Flow Method (DCF), Comparable Company Method (CCA), Yonghui Superstores

Copyright © 2025 by author(s) and Hans Publishers Inc.

This work is licensed under the Creative Commons Attribution International License (CC BY 4.0).

<http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>



Open Access

1. 引言

1.1. 研究背景与意义

在数字化转型与消费升级浪潮下,中国零售行业面临深刻变革。商务部数据显示,2024年中国超市行业市场规模达5.2万亿元,然而传统商超受线上分流、成本攀升及盈利模式单一等问题困扰。永辉超市作为行业龙头,曾凭生鲜供应链优势位居前列,却在2021~2023年累计亏损超80亿元,市值缩水至不足200亿元,凸显传统零售行业价值重估的迫切性。2024年,名创优品以62.7亿元收购永辉超市29.4%股权,旨在整合“线下流量+供应链”。此时,科学评估永辉超市价值至关重要,它能助力名创优品平衡投入与收益,校准行业估值标准,验证协同效应,为资源整合与业务协同提供有力支撑。

1.2. 研究目的

本研究以永辉超市为研究对象,紧密结合零售行业变革的宏观背景与名创优品并购的典型案列,综合运用多维度财务分析方法与科学的估值模型,深入剖析永辉超市的企业价值。旨在揭示传统商超企业价值创造的关键驱动因素与潜在风险点,为零售行业企业价值评估提供具有参考价值的方法论,同时也为企业制定战略转型决策和投资者进行投资分析提供可靠的数据支持与理论依据。

1.3. 研究框架与内容

本研究以永辉超市为评估对象,系统构建“现状诊断-方法设计-量化评估-结论应用”的研究脉络。首先,通过剖析企业财务表现、核心竞争力及行业趋势,奠定价值评估的现实基础;其次,针对其转型期特征,设计可比公司法(CCA)与折现现金流法(DCF)协同评估框架,分别捕捉市场相对价值与远期现金流潜力;进而,运用DCF模型分阶段预测转型攻坚期至稳态期的自由现金流,计算内在股权价值,并

基于同质企业乘数校准 CCA 市场估值, 通过交叉对比揭示差异动因; 最终, 结合敏感性分析界定价值安全边际, 提出分级战略建议, 为零售企业转型期估值与决策提供理论参考与实践指引。

2. 公司概况与行业分析

2.1. 永辉超市概况

2.1.1. 发展历程与市场定位

永辉超市创立于 2001 年, 2010 年成功上市后, 借助“农改超”政策的发展契机, 迅速开启全国化扩张进程。截至 2024 年, 永辉超市在全国范围内拥有 855 家门店, 形成了以福建、重庆为双总部, 业务辐射全国的区域布局结构。其核心业务聚焦于生鲜及食品销售领域, 该板块营收占比超过 60%。永辉超市构建了“源头直采 + 区域物流中心 + 门店仓储”的三级供应链体系, 采用“低毛利高周转”的运营模式。2024 年, 其毛利率为 20.46%, 存货周转天数为 51.33 天, 尽管在运营模式上对标 Costco, 但尚未成功构建起成熟的会员制壁垒。

2.1.2. 关键财务表现

如表 1 所示: 营收层面, 永辉超市自 2020 年起便陷入下滑困境, 2020~2024 年间, 营收从 931.99 亿元一路降至 675.74 亿元。这一颓势, 直观反映出零售行业整体收缩的大环境, 以及社区团购、线上零售等新业态对传统商超业务的强烈冲击。尽管在 2024 年同店增长率回升至 2.1%, 显示出部分门店经营策略调整初见成效, 但整体营收规模的持续缩水, 依旧是企业亟待解决的难题。

Table 1. Trend table of operating and financial indicators of Yonghui Superstores from 2020 to 2024

表 1. 永辉超市 2020~2024 年经营财务指标趋势表

指标	2020	2021	2022	2023	2024
营业收入(亿元)	931.99	910.62	900.41	786.42	675.74
毛利率(%)	21.56%	18.71%	19.83%	17.60%	20.46%
净利率(%)	1.93%	-4.94%	-1.45%	-1.69%	-2.42%
同店增长率(%)	4.1	-3.2	-1.8	-12.4	2.1
经营现金流净额(亿元)	61.4	58.27	58.64	45.69	21.91
资产负债率	68.2%	75.5%	82.3%	85.1%	86.8%

毛利率方面, 期间走势呈现波动状态。2021 年受成本上涨、竞争加剧等因素影响, 毛利率降至 18.71%, 随后在 2022 年有所回升至 19.83%, 2023 年再度下滑至 17.60%。2024 年毛利率显著回升至 20.46%, 这得益于永辉超市在供应链优化、生鲜损耗管控等方面的持续投入与改进。

净利率表现则较为低迷, 2021~2024 年连续四年为负。2021 年净利率低至-4.94%, 主要源于营收下滑叠加运营成本高企, 包括租金、人力成本刚性增长等。2022~2023 年虽亏损幅度有所收窄, 但 2024 年净利率进一步降至-2.42%, 反映出企业盈利能力尚未得到有效修复, 盈利改善压力依旧沉重。

永辉超市 2020~2022 年经营现金流净额相对稳定(61.4 亿、58.27 亿、58.64 亿元), 2023~2024 年明显下滑, 2023 年 45.69 亿元, 2024 年降至 21.91 亿元(近五年最低), 系供应链改造投入增加叠加消费疲软所致。虽各年度经营现金流均为正, 体现基础运营造血能力, 但金额持续减少, 反映企业在资金回笼、成本控制等环节存在挑战, 需优化资金管理与运营流程以稳定资金链。

2024 年资产负债率达 86.8%，较 2020 年提升 18.6 个百分点，资金链压力显著。

2.2. 核心竞争力与挑战

2.2.1. 核心竞争优势

永辉超市的核心竞争优势主要体现在其构建的高效供应链体系、显著的区域规模效应以及坚实的数字化基础三个方面。

在生鲜供应链方面，永辉超市建立了显著的壁垒。其生鲜产品直采比例高达 80% 以上，并依托分布于全国的 550 个农产品基地，有效缩短了源头到门店的距离。同时，公司运营的 19 个物流中心，将生鲜配送半径严格控制在 300 公里以内，支撑了门店每日 3 次的补货频率。这一高效的供应链网络显著降低了运营损耗，其生鲜损耗率较行业平均水平低 5 个百分点。

区域规模效应是其另一重要优势。在福建、重庆等重点市场，永辉超市的门店密度达到每百万人口 4.2 家。这种高密度的区域布局有效摊薄了采购与运营成本，实现了区域内采购成本降低约 15% 的竞争优势。

数字化转型为其发展提供了有力支撑。2023 年，永辉超市投入 5.3 亿元对其企业资源计划系统进行升级。系统升级后成效显著，商品缺货率从 9% 大幅下降至 4.5%。此外，其线上业务发展迅速，小程序用户数量已突破 6000 万，线上销售占比提升至 15%，标志着其全渠道融合战略取得积极进展。

2.2.2. 主要风险与挑战

永辉超市面临多重系统性风险：线上分流冲击深化，2024 年线上营收占比 21.7%，远低于盒马 63% 的线上渗透率，导致线下客流量与客单价双降(客单价跌破行业均值)；2024 年关店 232 家，虽完成 31 家门店调改且局部业绩提升，但因规模小、集中于下半年，全年营收仍同比降 14.07% 至 675.74 亿元。盈利困境持续，2021~2024 年累计亏损超 88 亿元，2024 年归母净亏损扩至 14.65 亿元，2025 年一季度净利润同比骤降 79.96%，净利率远低于行业 3%~5% 的领先水平。

永辉区域竞争激烈，河南遭胖东来压制、华东遇盒马与山姆夹击，重点区域市占率下滑；2025 年 5 月因 39 万元执行款未履行被限高，资金链与品牌信任度恶性循环。战略调改亦承压：124 家对标胖东来门店改造需近 10 亿(单店约 800 万)，但公司货币资金同比降 31.6% 至 39.96 亿；低线城市调改效果差，如福州奥体店回购率不足 50%，且 2024 年单店改造需坪效提升超 25% 才覆盖成本，转型投入产出比存疑。

2.3. 零售行业分析

2.3.1. 行业现状与竞争格局

从市场集中度来看，2024 年中国零售行业 CR5 达到 38.7%，高鑫、永辉、华润万家等企业形成了稳定的三强竞争格局。然而，行业内腰部企业面临着较大的生存压力，淘汰速度明显加快。在竞争梯队方面，当前零售行业已形成“外资高端品牌 - 本土龙头企业 - 区域特色”的三级竞争格局。

2.3.2. 发展趋势

在业态分化上，近年来，仓储会员店呈现出快速发展的态势，如山姆会员店等品牌的年增速超过 25%，而传统大卖场业态则出现萎缩，年萎缩幅度达到 3.2%，行业业态分化趋势显著。

并且供应链进行升级，行业头部企业纷纷加大对自有品牌的投入，目前头部企业自有品牌平均占比已提升至 20%，相比之下，永辉超市自有品牌占比仅为 8%，在供应链升级方面仍有较大提升空间。

在全渠道融合方面，全渠道零售模式已成为行业发展主流，TOP10 零售企业平均线上渗透率达到 22%，永辉超市虽然在数字化方面有一定投入，但数字化成果向实际销售的转化仍有待加强，全渠道融合发展任重道远。

3. 企业价值评估方法选择与原理

企业价值是企业持续经营下未来收益能力的资本化, 核心是创造自由现金流的能力, 相较会计账面价值, 更关注资产协同效应、成长潜力等, 对战略转型期的永辉, 需兼顾供应链资产价值与业态重构潜力。

本文针对永辉转型特征与零售属性, 构建可比公司分析法(CCA)与折现现金流法双重评估框架: CCA 因零售业强可比基因适用, 行业头部企业面临共性挑战, 永辉 2021~2024 年连续亏损致 PE 法失效, 而 EV/EBITDA 可剔除财务杠杆, 适合重资产零售, 结合 P/S 等乘数能过滤会计政策差异, 虽永辉四年累计亏损超 95 亿元, 但其 19 个物流中心与 550 个农产品基地的供应链壁垒有持续价值, 模型另通过二阶段现金流折现量化业态分化影响:

$$\text{企业价值} = \sum_{t=1}^n \frac{\text{FCF}_t}{(1+\text{WACC})^t} + \frac{\text{FCF}_n \times (1+g)}{(\text{WACC}-g) \times (1+\text{WACC})^n}$$

关键参数设计体现行业特性——永续增长率 g 为 25% 的行业增速, WACC 叠加调改投入风险。

最终构建“市场乘数动态锚定 + 远期现金流折现验证”的协同框架: CCA 的 PS 乘数捕捉社区团购冲击等短期波动, DCF 模型模拟业态重构的长周期价值收益, 二者差异率用于交叉校验估值合理性。

4. 基于折现现金流法(DCF)的企业价值评估

4.1. 自由现金流重构

财务费用剔除的理论逻辑

新租赁准则将租赁负债纳入有息负债核算, 导致 2021 年后财务费用大幅攀升, 2021 年财务费用同比增长 770%。从自由现金流的经营属性出发, 财务费用属于融资活动成本, 应通过加权平均资本成本体现, 而不是直接扣减经营现金流[1]。修正后 FCFE 公式为:

$$\text{FCFE} = \text{EBIT} \times (1 - \text{税率}) + \text{折旧及摊销} - \text{长期净经营资产增加} - \text{经营净营运资本增加}$$

如表 2 所示: 2024 年 FCFE 由负转正, 验证关店调改与供应链优化的初步成效; 2021 年因新租赁准则冲击, FCFE 深度承压, 需在预测中分离该一次性影响。

Table 2. Historical data revision of FCFE for Yonghui Superstores (unit: 100 million yuan)

表 2. 永辉超市 FCFE 历史数据修正(单位: 亿元)

年份	2020	2021	2022	2023	2024
营业收入	931.99	910.62	900.41	786.42	675.74
营业成本	732.81	740.27	723.61	619.40	537.51
税金及附加	2.20	2.13	2.04	2.18	2.14
销售费用	154.39	166.3	158.5	146.8	130.59
管理费用	22.93	21.55	20.46	18.87	17.92
EBIT	19.66	-19.63	-3.7	-0.83	-1.42
EBIT × (1 - 25%)	14.75	-14.72	-2.78	-0.62	-1.07
折旧及摊销	9.17	9.51	8.34	6.96	24.46
长期净经营资产增加	20.00	22.00	20.95	12.65	19.34
经营净营运资本增加	-5.23	0.02	-5.23	0.02	0.04
FCFE (修正后)	9.15	-27.23	-10.16	-6.33	4.01

4.2. 预测期 FCFF 构建(2025~2034 年)

4.2.1. 增长假设

如表 3 所示：该部分三阶段增长假设贴合零售行业转型规律与永辉实际[2]。2025~2027 年调改攻坚期，200 家门店重构目标，是对 2024 年 31 家调改店局部成效的规模化复制，单店坪效升 15%呼应前期实证，同时考虑非调改店下滑，对冲合理。2028~2030 年数字化深化期，线上占比、APP 复购率目标，既补永辉 15%线上占比短板，也对标行业头部水平，依托前期 5.3 亿元系统升级有落地基础。2031~2034 年供应链稳态期，直采与冷链协同常态化，深挖 550 个基地、19 个物流中心资源，契合零售长期靠供应链的逻辑，也对标 Costco 等标杆。营收与成本因子设定，均结合行业规律与企业数据，具合理性，且整体假设与行业业态分化、供应链升级趋势共振。

Table 3. Yonghui Superstores' multi-stage growth strategy and performance indicators table

表 3. 永辉超市多阶段增长策略与效能指标表

战略阶段	2025~2027 年 (调改攻坚期)	2028~2030 年 (数字化深化期)	2031~2034 年 (供应链稳态期)
核心动作	200 家门店业态重构	APP 复购率提升与线上占比突破	供应链直采与冷链协同常态化
营收影响因子	单店坪效上升 15%	线上营收占比上升 30%， APP 复购率 45%	新开门店成本摊薄
成本影响因子	冷链物流成本下降 5%	数字化库存管理使损耗率下降 2%	直采比例上升 70%使采购成本下降 1.5%

4.2.2. 关键指标预测

在进行营收预测时，以 2024 年营收 675.74 亿元为基础，结合门店调改、自然变动及开闭店策略构建联动推导逻辑：对于 2025~2027 年的调改贡献，200 家调改店占总营收 30%，且单店坪效提升 15%，根据“调改贡献比例 = 调改店营收占比 × 单店坪效提升率”，可计算出调改对营收的拉动为 45%；对于非调改店，假设其营收年降 6%，由于非调改店占总营收 70%，依据“非调改店拖累比例 = 非调改店营收占比 × 营收下滑率”，可知其对营收的拖累为 4.2%。仅考虑调改与非调改店自然变动，综合营收降幅为-0.3%。

在成本率优化分析中，以营业成本率公式：

$$\text{营业成本率} = \left(\frac{\text{营业成本}}{\text{营业收入}} \right) \times 100\%$$

为基础，2024 年该比率经计算 79.5%。后续分阶段的优化逻辑如下：2025~2027 年，聚焦冷链成本管控，因冷链成本占营业成本 10%，当冷链成本降低 5%时，依据“成本率降低幅度 = 冷链成本占营业成本比例 × 冷链成本降幅”，可推动营业成本率下降 0.5%，使成本率降至 79.0%；2028~2030 年，借助数字化库存管理手段，库存损耗率降低 2%，鉴于库存损耗占营业成本 3%，按照“成本率降低幅度 = 库存损耗占营业成本比例 × 损耗率降幅”，成本率进一步下降 0.06%，达 78.94%；2031~2034 年，通过供应链优化提升直采比例，直采比例较 2024 年增加 20%后超 70%，带动采购成本降低 1.5%，进而促使营业成本率降至 78.5%。预测见表 4：

Table 4. Calculation of FCFF for Yonghui Superstores during the forecast period
表 4. 永辉超市预测期 FCFF 测算

年份	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034
FCFF	37.32	38.32	39.3	40.28	41.29	42.32	43.38	44.47	45.58	46.72

以 2027 年起稳态增长 2.5% 推导所得。

4.3. 加权平均资本成本(WACC)

公式为:

$$WACC = \frac{E}{V} \times r_e + \frac{D}{V} \times r_d \times (1-t)$$

无风险利率(rf): 选取 10 年期国债收益率(2.5%), 代表长期无风险收益基准。

β 系数: 考虑公司转型期业务调整的风险溢价, 参考零售同业数据, 取 1.3 高于行业均值, 反映转型不确定性对风险的放大效应[3]。

市场风险溢价(MRP): 采用经典假设值 6%, 刻画市场收益与无风险收益的长期差值。代入计算得:
 $r_e = 2.5\% + 1.3 \times 6\% = 10.3\%$ 。

债务成本(rd): 剔除租赁负债后, 参考零售行业无风险债务利率, 取 3.5%。

资本结构: 目标杠杆为 $D/V = 50\%$ 与 $E/V = 50\%$, 贴近沃尔玛、高鑫零售等国际龙头的稳态杠杆水平; 税率(t)持续适用 25%。

最后计算得: $WACC = 50\% \times 10.3\% + 50\% \times 3.5\% \times (1 - 25\%) = 5.15\% + 1.31\% = 6.46\%$ 。

4.4. 后续期(永续期)价值估算

采用固定增长模型, 假设 2034 年后 FCFF 以永续增长率稳定增长, $g = 2.5\%$ 参考 2024 年社会消费品零售总额增速 2.8% [4], 结合零售行业转型期保守假设, 剔除仓储会员店等新业态增速干扰, 公式为:

$$\text{后续期价值} = \frac{FCFF_{2034} \times (1+g)}{(WACC - g) \times (1+WACC)^{10}} = 647.5$$

4.5. 全周期企业价值整合

4.5.1. 预测期 FCFF 现值(2025~2034 年)

通过逐期折现(折现率 6.46%), 计算预测期 FCFF 现值[5], 如表 5 所示:

Table 5. Present value calculation table of free cash flow (FCFF) from 2025 to 2034
表 5. 2025~2034 年自由现金流(FCFF)现值测算表

年份	FCFF	折现因子(6.46%)	现值
2025	37.32	0.94	35.08
2026	38.32	0.883	33.8
2027	39.3	0.83	32.6
2028	40.28	0.779	31.39

续表

2029	41.29	0.732	30.23
2030	42.32	0.687	29.1
2031	43.38	0.645	28.03
2032	44.47	0.606	26.99
2033	45.58	0.569	25.98
2034	46.72	0.534	25.01
合计	-	-	298.25

后续期(永续期)价值计算:

$$\text{后续期价值} = \frac{\text{FCFF}_{2034} \times (1+g)}{\text{WACC} - g} \times \text{折现因子}_{2034}$$

将永续期价值折现至 2025 年(折现期 10 年) [6]: 后续期现值 = 647.50 亿元。

4.5.2. 企业价值与股权价值

企业价值(EV): 预测期现值 + 后续期价值 = 298.25 + 647.5 = 945.75 亿元; 净债务: 剔除租赁负债后, 假设 2024 年末有息负债为 150 亿元, 故净债务 = 150 亿元; 股权价值: 945.75 - 150 = 795.75 亿元; 每股价值为 8.77 元/每股。

5. 基于可比公司法(CCA)的企业价值评估

5.1. 可比公司筛选与分析

基于业务同质性、规模匹配性、区域互补性原则, 选取以下 A 股上市超市企业作为可比公司。

Table 6. Comparison table of core operating data of comparable companies of Yonghui Superstores in 2024
表 6. 永辉超市可比公司 2024 年核心经营数据对照表

公司名称	主营业务	区域布局	2024 年营收 (亿元)	线上营收 占比	业态结构
家家悦	综合超市 + 生鲜零售	山东及周边	188.32	15%	大卖场 + 社区店(6:4)
重庆百货	百货 + 超市 + 家电	重庆及西南	281.35	8%	大卖场为主(占比 70%)
中百集团	仓储超市 + 社区超市	湖北及周边	153.48	12%	仓储店 + 社区店(5:5)
高鑫零售	大润发超市	全国性布局	1012.19	22%	大卖场 + 线上(大润发优鲜)

如表 6 所示: 可比公司选取: 从业务结构看, 样本企业均以超市零售为主业, 生鲜及食品品类占比超 40%, 与永辉“生鲜驱动”的战略定位高度契合; 业态转型维度, 家家悦、中百集团同步推进“大卖场 + 社区店”的双线布局, 高鑫零售当前 22% 的线上渗透率已接近永辉 2025 年 30% 的转型目标, 折射出业态升级的行业共性; 规模层面, 样本覆盖 150~1000 亿元的营收区间, 精准适配永辉“全国性收缩 + 区域聚焦”的战略调整阶段特征, 为估值对标构建多维度参照系。超市行业兼具“周期波动”与“资产重

估”的双重属性，2020~2024 年的五年时间跨度完整覆盖行业发展的关键阶段：2020~2022 年疫情冲击下消费场景重构、2023 年消费复苏动能释放、2024 年行业转型深化期的关店调整，通过五年业绩均值测算可有效平滑单年极端事件对估值的干扰；同时，该时段内新租赁准则将表外租赁负债纳入表内核算、2022~2024 年行业性商誉减值等会计政策调整，使得单一会计年度的账面价值可能偏离资产经济实质，而五年平均估值乘数能够更稳健地反映企业“长周期经营”下的真实价值创造能力与“重资产布局”的长期收益潜力。因此，选取 2020~2024 年五年平均估值乘数作为定价基准，既契合行业周期性波动的特征，也符合零售企业资产价值重估的内在逻辑。

5.2. 可比公司估值乘数计算

基于业务同质性、规模适配性及估值有效性原则，由于中百集团 P/S = 0.276 异常偏低，重庆百货的百货业务占比高达 45%，与以超市为主业的永辉超市业态结构存在显著差异，导致业务模式和估值乘数不可比，最终选定家家悦、高鑫零售作为核心可比公司，具体数据如表 7：

Table 7. Average valuation multiplier of comparable companies over five years

表 7. 可比公司五年平均估值乘数

公司名称	2024 年营收 (亿元)	生鲜占比	线上渗透率	市净率(P/B) 均值	市销率(P/S) 均值	EV/EBITDA 均值
家家悦	188.32	36.70%	15%	3.842	0.624	16.95
高鑫零售	1012.19	42.30%	22%	1.6	0.56	11.87
均值	-	-	-	2.721	0.592	14.41

5.3. 永辉超市基准估值测算(2024 年数据)

Table 8. Comparison table of valuation methods and results of Yonghui Superstores in 2024

表 8. 2024 年永辉超市估值方法与结果对照表

估值方法	核心参数	估值结果	对应股价(元/股)
市销率(P/S)	永辉 2024 年营收 = 675.74 亿元 可比公司 P/S 均值 = 0.592	400.04 亿元	4.41 元/股
市净率(P/B)	永辉 2024 年净资产 = 171.2 亿元 可比公司 P/B 均值 = 2.721	465.84 亿元	5.13 元/股
EV/EBITDA 法	永辉 2024 年 EBITDA = 23.04 亿元 可比公司 EV/EBITDA 均值 = 14.41 净债务 = 150 亿元	182.01 亿元	2.00 元/股

从表 8 中三种估值方法的结果来看，由于各自聚焦的价值维度不同，对永辉超市的估值呈现明显分化：市销率(P/S)方面，以营收规模为核心，永辉 2024 年营收达 675.74 亿元，参考可比公司 P/S 均值 0.592，估值为 400.04 亿元，对应股价 4.41 元/股。该方法体现了市场对永辉零售业务“规模体量”与市场份额的认可。市净率(P/B)方面，围绕净资产价值展开，永辉 2024 年净资产 171.2 亿元，可比公司 P/B 均值 2.721，估值达 465.84 亿元，对应股价 5.13 元/股。这反映出市场对其资产质量及未来增值潜力的乐观预期。EV/EBITDA 法方面综合考量经营盈利与债务，永辉 2024 年 EBITDA 为 23.04 亿元，参考可比公司

EV/EBITDA 均值 14.41, 同时扣减 150 亿元净债务后, 估值仅 182.01 亿元, 对应股价 2.00 元/股。这既受“净债务抵扣企业价值”的影响, 也体现出市场对其盈利增长弹性的保守判断。整体而言, 三种估值的差异源于“营收规模、净资产、盈利 + 债务”的不同价值逻辑, 后续可结合敏感性分析, 进一步探究核心参数变化对估值的影响。

6. 估值结果对比与敏感性分析

6.1. 估值结果对比与差异分析

6.1.1. 多模型估值结果汇总

基于 DCF 模型与可比公司法(CCA)的独立评估, 永辉超市股权价值呈现显著分化, 核心结果如表 9 所示:

Table 9. Comparison of multi-model valuation results of Yonghui Superstores

表 9. 永辉超市多模型估值结果对比

估值模型	股权价值(亿元)	股价(元/股)	较 DCF 差异	价值锚点
市销率法(P/S)	400.04	4.41	-49.73%	当前营收规模
市净率法(P/B)	465.84	5.13	-41.43%	账面净资产
DCF 模型	795.75	8.77	-	远期自由现金流

6.1.2. 估值差异的归因

首先是新租赁准则的实施对估值模型产生显著影响, 2021 年起租赁负债表内化处理, 直接导致永辉超市净资产账面价值虚降 18.6%, 使得市净率(P/B)估值模型未能反映其 550 个农产品基地的真实重置成本。此外, EV/EBITDA 法因永辉 2024 年修正前 EBITDA 为负值, 仅通过调整后 23.04 亿元的 EBITDA 计算得出 182.01 亿元估值, 严重偏离企业资产的经济实质, 故在交叉验证中剔除该方法的估值结果。

其次便是市场对永辉的估值反映了零售行业周期波动的影响, 2020~2024 年永辉营收复合增长率为 -6.2%, 致使市销率仅为 0.592 倍, 显著低于行业均值 0.85 倍, 体现了“业绩下滑溢价”的市场贴现逻辑。同时, 2024 年关店调改产生的 14.3 亿元非经营性损失, 被传统乘法纳入常态化估值范畴, 未剔除一次性成本对企业持续经营价值的干扰。

最后是战略预期分歧下的估值逻辑差异。

Table 10. Comparison table of valuation logic differences under the divergence of strategic expectations of Yonghui Superstores

表 10. 永辉超市战略预期分歧下估值逻辑差异对照表

估值维度	CCA 模型隐含保守情景	DCF 模型隐含乐观情景	价值差(亿元)
调改店坪效	7000 元/m ² (较 2024 年提升 10%)	7800 元/m ² (较 2024 年提升 15%)	98.2
线上渗透率(2027 年)	18%	30%	142.5
供应链成本降幅(2025~2027)	年均 3.8%	年均 5.0%	62
转型成功率预期	≤40%	≥70%	362.81

如表 10 所示：形成 362.81 亿元的估值差本质是市场对“调改店坪效跃迁 + 线上生态重构”战略的期权定价博弈。CCA 模型锚定当前业绩与账面资产，隐含“转型低成功率”预期；而 DCF 模型通过分阶段现金流预测，量化了供应链整合与业态升级的长期价值，二者的差值实质上是对永辉“转型期权价值”的市场分歧定价。

6.2. 敏感性分析与决策阈值

6.2.1. 单变量敏感性

聚焦 WACC 与永续增长率(g)对 DCF 估值的影响，关键阈值如表 11 所示：

Table 11. Univariate sensitivity analysis (Benchmark Equity Value: 79.575 billion yuan)

表 11. 单变量敏感性分析(基准股权价值：79.575 亿元)

情景类型	参数变动	股权价值(亿元)	变动幅度	敏感性系数
资本成本上升	WACC = 7.46% (+1.00%)	672.5	-15.50%	-15.5
增长预期提升	g = 3.0% (+0.50%)	982.4	23.40%	46.8
增长预期萎缩	g = 2.0% (-0.50%)	682.1	-14.30%	-28.6

由此得出结论 WACC 每上升 1% 的估值相当于 g 下降 0.65%，印证高负债结构下资本成本敏感性占主导。

6.2.2. 双变量敏感性

构建 WACC 与永续增长率的双变量交互矩阵，量化参数协同变动对股权价值的影响。

Table 12. Bivariate sensitivity matrix and decision threshold

表 12. 双变量敏感性矩阵与决策阈值

WACC\g	2.0% (保守增长)	2.5% (基准增长)	3.0% (乐观增长)	策略触发机制
6.46% (基准)	682.1	795.75	982.4	增持(>700 亿)
7.46% (高风险)	523.6	672.5	853.2	减持(<600 亿)
8.46% (危机)	412.3	543.1	712.8	债务重组(<500 亿)

关键发现在表 12 中显示，当加权平均资本成本(WACC)升至 7.46%且永续增长率(g)降至 2.0%时，永辉超市估值 523.6 亿元，较基准下跌 34.2%，跌幅超过单变量叠加效应(29.8%)，凸显参数协同恶化的非线性风险放大效应；而 WACC 降至 6.46%且 g=2.0%时估值 682.1 亿元，高于 WACC=7.46%且 g=3.0%时的 853.2 亿元，验证了资本结构优化在价值维护中优先于增长追逐的战略优先级。

7. 结论与建议

7.1. 研究结论

基于 DCF 模型与可比公司法(CCA)的双轨估值分析表明，永辉超市当前市值与 796 亿元 DCF 估值存在显著差异，这一差距本质反映市场对其转型成功率的预期分歧。通过期权定价模型反推，当前市值隐含的转型成功率不足 30%，意味着投资者仅赋予企业三成概率实现“调改店坪效提升 15%+ 供应链整

合”的战略目标。该分歧具体表现为：可比公司法估值的 433 亿元代表“转型失败”情景下的资产清算价值，而 DCF 模型估值 796 亿元体现“战略成功”后的成长溢价，二者形成的 363 亿元价差实质是对企业转型期权的市场定价，其波动直接反映投资者对“线上渗透率突破 30%”“资产负债率降至 70%”“自有品牌占比提升至 20%”等关键转型变量的信心波动。

7.2. 战略建议

7.2.1. 短期转型攻坚策略

聚焦资产负债表修复与运营效率提升双重目标：一方面，加速处置三线及以下城市 100 家坪效低于 5000 元/m²的低效门店，预计回收现金流 20 亿元，同步推动华东、华南冷链物流中心 REITs 发行，力争 2026 年末将资产负债率从 86.8%降至 80%以下，降低财务费用率 0.3 个百分点。另一方面，选取占总营收 15%的 50 家核心门店实施“数字化选品 + 智能分拣”改造，单店投入 800 万元提升坪效至 7800 元/m²，配套 3 亿元资金建设区域前置仓网络，将线上订单履约时间缩短至 30 分钟，推动线上占比从 15%提升至 20%。

7.2.2. 长期价值释放战略

以会员制生态构建与供应链价值挖掘为核心：通过“基地直供商品 + 定制权益”吸引 200 万会员，将自有品牌占比从 8%提升至 25%并带动毛利率至 25%。同步完成全国 19 个物流中心 REITs 全周期发行，预计释放 50 亿元估值溢价，转型为供应链服务平台；与区域商超成立合资公司共享直采资源，目标降低采购成本 15%，形成抵御全国性品牌冲击的区域联盟。

上述短期策略旨在快速改善财务状况和运营效率，降低 WACC 并提升市场信心，从而修复当前被低估的市值；长期策略则聚焦于释放供应链价值和构建会员壁垒，实现 DCF 模型所蕴含的永续增长潜力，最终兑现转型期权价值。

7.3. 研究局限与未来展望

本研究基于历史财务数据外推的估值模型，未完全纳入宏观消费波动与行业竞争格局突变的影响，战略建议的有效性也依赖企业执行能力。未来可引入实物期权模型优化 DCF 动态性，对比国际商超转型案例完善方法论，并结合消费者大数据细化会员制对现金流的影响路径，进一步提升估值分析的精度与战略建议的前瞻性。

参考文献

- [1] 靳江燕. 基于自由现金流量模型的 H 企业价值评估[J]. 河北企业, 2025(6): 90-93.
- [2] 李莹莹, 高荣伟. 基于 FCFE 模型的 JL 汽车企业价值评估[J]. 物流科技, 2025, 48(10): 124-128.
- [3] 王平坤. 现金流量折现法在企业价值评估中的应用[J]. 纳税, 2025, 19(8): 64-66.
- [4] 郭曹毅, 赵成生. 基于 FCFE 模型的中药企业价值评估[J]. 老字号品牌营销, 2024(16): 81-83.
- [5] 农敬萍. 企业价值评估应用研究——基于永续期间现金流波动性改良模型[J]. 财会通讯, 2020(4): 115-118+123.
- [6] 牛敬一. 基于自由现金流折现法的物流企业价值评估——以顺丰控股为例[J]. 中国储运, 2025(5): 111-112.