

强烈推荐-A (维持)

步步高 002251.SZ

目标估值:

当前股价: 13.41 元

2020 年 08 月 27 日

Q2业绩恢复正增长，数字化进程加快

基础数据

上证综指	3330
总股本(万股)	86390
已上市流通股(万股)	86390
总市值(亿元)	116
流通市值(亿元)	116
每股净资产(MRQ)	8.8
ROE(TTM)	1.3
资产负债率	68.1%
主要股东	步步高投资集团股份
主要股东持股比例	34.99%

股价表现



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《步步高(002251)——步步高深度报告》2020-06-09
- 2、《步步高(002251)——营收增速回升，数字化+供应链转型成效初显》2020-04-26
- 3、《步步高(002251)——门店扩张提速，数字化转型成效初显》2020-03-02

宁浮洁

ningfujie@cmschina.com.cn  
S1090518090002

丁浙川

dingzhechuan@cmschina.com.cn  
S1090519070002

李秀敏

lixiumin1@cmschina.com.cn  
S1090520070003

事件: 步步高公布 20 年半年报, 2020 年 H1 公司营业收入 103.52 亿元, 同比增长 2.79%, 归母净利润 1.66 亿元, 同比下降 31.79%, 扣非后归母净利润 1.35 亿元, 同比下降 41.79%; 其中 Q2 实现营收 48.36 亿元, 同比增加 8.62%, 归母净利润 0.66 亿元, 同比上升 15.17%, 扣非后归母净利润 0.50 亿元, 同比上升 2.78%, Q2 业绩明显好转。

- **超市板块利润总额显著增长，省内门店收入略有提升。**2020 年上半年新业态门店 18 家(超市门店 17 家, 百货门店 1 家), 新签约门店 25 家, 同时关闭了 10 家门店, 其中湖南 5 家、广西 1 家、川渝 4 家。目前省内门店 228 家, 省外门店 129 家, 省内可比门店营业收入同比提升 0.77%, 省外可比门店营业收入同比下滑 9.06%。超市可比门店营业收入同比增长 9.56%, 利润总额同比增长 22.37%; 百货受疫情冲击较大, 可比门店营业收入同比下降 26.25%, 利润总额同比下降 55.75%。
- **毛利率因百货受疫情冲击下滑，费用率略有改善。**公司上半年毛利率 22.77% (同比-1.86pct), 主要原因系百货受疫情冲击导致毛利率下滑明显。分业务来看, 公司上半年超市+家电毛利率 16.46%, 同比增长 0.35pct, 百货毛利率 13.16%, 同比降低 1.38pct。期间费用率整体有所改善, 销售/管理/财务费用率分别为 17.40% (同比-0.60pct) / 1.76% (-0.05pct) / 1.67% (+0.31pct), 主要原因系公司信息化程度提升, 动态用工提升。
- **线上线下逐步融合，全渠道服务用户。**截至 2020 年 H1, 全司到家门店 349 家, 其中 Better 购 349 家、京东 208 家、饿了么 286 家、美团 225 家、多点 6 家。自助收银门店 348 家、扫码购门店 234 家、社群覆盖门店 346 家。公司实现数字会员 2081 万, 数字化会员贡献销售占总销售 71%。2020 年上半年线上 GMV 为 33.48 亿元。同时, 公司聚焦以生鲜为核心的供应链变革, 通过生鲜的基地直采减少中间环节, 看好公司数字化+供应链发展战略下净利率的持续回升。
- **投资建议:**公司明确战略发展方向, 积极投入供应链升级与数字化转型夯实竞争力, 看好公司长期发展。预计 2020 年净利润约 2.27 亿, 目前对应 PE 为 51 倍, 维持“强烈推荐-A”评级。
- **风险提示:**疫情影响超出预期; 数字化改造效果不达预期。

财务数据与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入(百万元)	18456	19725	21914	23510	25713
同比增长	7%	7%	11.10%	7.29%	9.37%
营业利润(百万元)	240	226	310	393	500
同比增长	9%	-6%	37%	27%	27%
净利润(百万元)	156	173	227	287	367
同比增长	3.11%	11%	31%	26%	28%
每股收益(元)	0.18	0.20	0.26	0.33	0.42
PE	74.5	66.9	51.0	40.4	31.6
PB	1.5	1.5	1.5	1.5	1.4

资料来源: 公司数据、招商证券

表 1: 公司各季度业绩情况 (单位: 百万)

	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2
营业收入	5,389.9	4,178.2	4,279.6	4,550.1	5,618.8	4,451.5	4,729.9	4,861.0	5,516.0	4,835.5
营业成本	4,190.9	3,188.4	3,310.2	3,471.4	4,289.3	3,300.9	3,617.0	3,714.1	4,302.1	3,692.5
毛利润	1,198.9	989.78	969.41	1,078.6	1,329.5	1,150.6	1,112.8	1,146.9	1,213.8	1,143.0
销售税金	38.72	33.66	28.14	40.45	31.82	31.58	39.98	43.41	29.80	21.82
销售费用	824.45	778.24	844.30	882.82	905.18	907.56	930.74	981.59	891.41	909.37
管理费用	98.16	106.15	93.24	124.03	93.37	88.66	86.38	108.57	96.80	85.52
财务费用	27.80	30.63	37.21	88.24	63.23	73.20	85.25	100.34	90.67	81.98
投资收益	0.99	1.57	0.93	1.75	1.31	-2.77	-0.50	-0.12	0.03	0.06
资产减值损	6.65	12.71	-12.18	11.99	-0.85	-1.00	-1.44	-41.90	-0.88	0.74
营业利润	228.62	45.86	-21.78	-12.52	251.72	73.46	-16.47	-82.95	134.54	85.07
营业外收入	3.96	12.03	6.41	11.06	3.83	5.65	5.70	7.97	1.17	4.29
营业外支出	7.19	6.97	10.26	28.66	7.65	6.12	1.39	7.44	1.50	1.95
利润总额	225.40	50.92	-25.63	-30.12	247.90	72.98	-12.16	-82.42	134.22	87.41
所得税	55.17	2.53	-6.96	9.59	56.64	9.22	-0.13	-21.04	31.43	18.10
净利润	170.23	48.38	-18.67	-39.71	191.25	63.76	-12.03	-61.38	102.79	69.31
少数股东权	2.77	0.42	0.01	1.48	5.58	2.41	-0.56	1.38	2.43	3.37
归母净利润	167.46	47.97	-18.68	-41.19	185.68	61.36	-11.46	-62.75	100.36	65.94

资料来源: wind, 招商证券

表 2: 公司各季度利润率情况 (%)

	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2
毛利率	22.24	23.69	22.65	23.71	23.66	25.85	23.53	23.59	22.01	23.64
销售费用率	15.30	18.63	19.73	19.40	16.11	20.39	19.68	20.19	16.16	18.81
管理费用率	1.82	2.54	2.18	2.73	1.66	1.99	1.83	2.23	1.75	1.77
财务费用率	0.52	0.73	0.87	1.94	1.13	1.64	1.80	2.06	1.64	1.70
营业利润率	4.24	1.10	-0.51	-0.28	4.48	1.65	-0.35	-1.71	2.44	1.76
净利率	3.16	1.16	-0.44	-0.87	3.40	1.43	-0.25	-1.26	1.86	1.43
所得税率	24.47	4.98	27.17	-31.84	22.85	12.63	1.10	25.53	23.42	20.71

资料来源: wind, 招商证券

： 财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	5576	6386	7161	7951	8726
现金	1170	1490	1931	2318	2527
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	4	0	2	2	2
应收款项	71	123	89	97	116
其它应收款	210	20	318	211	210
存货	2261	2547	2646	2890	3180
其他	1859	2206	2175	2434	2692
<b>非流动资产</b>	15334	17992	12222	12285	11948
长期股权投资	7	7	6	7	6
固定资产	3988	4598	5225	5702	6040
无形资产	1461	2759	2484	2235	2012
其他	9878	10627	4508	4341	3889
<b>资产总计</b>	<b>20910</b>	<b>24378</b>	<b>19383</b>	<b>20236</b>	<b>20674</b>
<b>流动负债</b>	11589	13465	8489	8997	9153
短期借款	3751	5422	651	434	66
应付账款	4103	4292	4500	5019	5435
预收账款	1147	1407	1369	1525	1696
其他	2587	2345	1968	2020	1957
<b>长期负债</b>	1562	3079	2908	3020	3002
长期借款	985	2494	2494	2494	2494
其他	577	584	414	525	508
<b>负债合计</b>	<b>13152</b>	<b>16544</b>	<b>11397</b>	<b>12017</b>	<b>12155</b>
股本	864	864	864	864	864
资本公积金	3853	3626	3626	3626	3626
留存收益	2777	3069	3210	3428	3709
少数股东权益	265	275	287	301	320
归属于母公司所有者权益	7493	7559	7700	7918	8199
<b>负债及权益合计</b>	<b>20910</b>	<b>24378</b>	<b>19383</b>	<b>20236</b>	<b>20674</b>

现金流量表

单位：百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	1434	1763	1160	1908	1468
净利润	156	173	227	287	367
折旧摊销	722	796	1003	955	912
财务费用	208	341	250	270	280
投资收益	(5)	2	(51)	(58)	(61)
营运资金变动	357	400	(78)	320	(44)
其它	(4)	52	(192)	134	14
<b>投资活动现金流</b>	(2750)	(3100)	4850	(964)	(525)
资本支出	(2775)	(2579)	(1000)	(900)	(800)
其他投资	25	(521)	5850	(64)	275
<b>筹资活动现金流</b>	837	1314	(5568)	(557)	(734)
借款变动	1393	1947	(5233)	(217)	(368)
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	(279)	(226)	0	0	0
股利分配	(86)	(86)	(86)	(68)	(86)
其他	(191)	(321)	(248)	(271)	(280)
<b>现金净增加额</b>	<b>(479)</b>	<b>(23)</b>	<b>441</b>	<b>386</b>	<b>210</b>

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	18456	19725	21914	23510	25713
营业成本	14161	14922	16592	17741	19369
营业税金及附加	141	147	163	175	191
营业费用	3330	3725	4126	4443	4860
管理费用	422	377	504	529	566
研发费用	9	26	29	31	34
财务费用	184	322	250	270	280
资产减值损失	19	(54)	(9)	(15)	(26)
公允价值变动收益	14	33	15	21	23
其他收益	36	42	40	40	40
投资收益	36	40	36	37	38
<b>营业利润</b>	240	226	310	393	500
营业外收入	33	23	28	28	26
营业外支出	53	23	35	37	31
<b>利润总额</b>	221	227	303	385	495
所得税	60	45	64	83	110
少数股东损益	5	9	12	15	19
<b>归属于母公司净利润</b>	156	173	227	287	367

主要财务比率

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>年成长率</b>					
营业收入	7%	7%	11.10%	7.29%	9.37%
营业利润	9%	-6%	37%	27%	27%
净利润	3.11%	11%	31%	26%	28%
<b>获利能力</b>					
毛利率	23.3%	24.4%	24.3%	24.5%	24.7%
净利率	0.8%	0.9%	1.0%	1.2%	1.4%
ROE	2.1%	2.3%	3.0%	3.6%	4.5%
ROIC	2.2%	2.6%	3.8%	4.5%	5.4%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	62.9%	67.9%	58.8%	59.4%	58.8%
净负债比率	24.4%	34.4%	16.2%	14.5%	12.4%
流动比率	0.5	0.5	0.8	0.9	1.0
速动比率	0.3	0.3	0.5	0.6	0.6
<b>营运能力</b>					
资产周转率	0.9	0.8	1.1	1.2	1.2
存货周转率	6.6	6.2	6.4	6.4	6.4
应收帐款周转率	233.3	199.1	205.2	248.2	237.9
应付帐款周转率	3.9	3.6	3.8	3.7	3.7
<b>每股资料 (元)</b>					
EPS	0.18	0.20	0.26	0.33	0.42
每股经营现金	1.66	2.04	1.34	2.21	1.70
每股净资产	8.67	8.75	8.91	9.17	9.49
每股股利	0.10	0.10	0.08	0.10	0.13
<b>估值比率</b>					
PE	74.5	66.9	51.0	40.4	31.6
PB	1.5	1.5	1.5	1.5	1.4
EV/EBITDA					

## 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。

宁浮洁，商贸零售首席分析师。南京大学经济学硕士，曾任职于中泰证券零售组，覆盖商业零售行业，18年加盟招商证券，产业资源丰富，逻辑清晰。

丁浙川，布里斯托大学金融学硕士，曾任职于华泰证券零售组，2019年加入招商证券，重点覆盖电商与新零售领域。

李秀敏，社会服务业分析师，浙江大学/复旦大学金融学学士/硕士，2018年6月加入招商证券，重点覆盖本地生活、免税、餐饮、酒店板块。

## 投资评级定义

### 公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

### 公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

### 行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 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。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，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可能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。