

中信证券研究部



**徐晓芳**  
 首席商业零售  
 分析师  
 S1010515010003



**林伟强**  
 商业零售分析师  
 S1010519100002

## 核心观点

**战线收缩，业务聚焦于重点区域的超市拓展、百购存量运营；技术沉淀，叠加腾京助力，用户/运营/供应链数字化成效开始显现；立体化激励保障战略执行；公司有望进入基本面持续改善、净利率向历史水平回归的阶段。**

**■ 战略聚焦，止损、减亏与成长并重。** 1) **止损**：步步高集团战略投资重庆商社（持股 10%），业务整合开启，公司退出重庆市场，公司预计 2020-2021 年分别止损约 1700 万/5200 万元。 2) **减亏**：江西地区逐渐加密门店，我们预计 2020 年全年实现小幅减亏。四川地区主攻川南市场，避开成都等红旗连锁、永辉超市所在的优势区域，公司预计 2020 年全年实现大幅减亏。 3) **成长**：公司战略聚焦拓展超市业务。2020H1 超市业务同店增速 10%+，线上占比超过 10%。超市展店持续，2017-2019 年超市门店数分别为 267/290/348 家，公司规划 2020-2022 年每年新开 50-60 家超市门店。百购着重于存量提效。携手五星电器，家电业态由自营转联营，有望实现扭亏为盈。

**■ 数字化建设加速，经营提效正当时。** 1) **全员建群、全员带货、全员履约**，公司自上而下动员所有员工通过邻里关系建立高粘度、高活跃度社群，并鼓励员工自主履约增收，庞大的本地化员工基础和卓越的动员能力助推线上业务快速渗透、实现盈利。 2) **系统工具赋能门店运营**，如动态用工推动试点门店员工削减 43%、拣货合流系统带动日拣货量提升 4 倍、生鲜供应链数字化工具优化采购价格。 3) **用户精准服务**，一方面利用系统沉淀的用户数据进行商品精准营销；另一方面依托数据中台，打通订单、库存、运输，实现订单锁定、周转加快。

**■ 立体化激励护航，员工活力充分释放。** 1) **高管层面**，公司新一期回购计划落地，拟回购 1.5-3.0 亿元公司股份，回购股价上限 17.64 元/股（7.15 收盘价 14.13 元/股），用于股权激励或员工持股计划。 2) **门店层面**，积极推进合伙人制度，店长、主管投资“参股”门店并有权参与门店超额利润分成；普通员工薪资结构改善，绩效与上班期间门店业绩挂钩，且可通过动态用工接单增收，2020H1 试点门店员工平均收入提升约 50%。

**■ 风险因素**：疫情反复，主力市场线上业务竞争加剧，数字化工具推广不及预期。

**■ 投资建议**：**战略聚焦、降本增效、激励改善，看好公司净利润率向稳态回归。** 公司重新聚焦商超主业，百货深耕存量运营，重点子公司减亏、扭亏、成长并进；数字化建设卓有成效，预计进入门店普及阶段后进一步释放变革红利；致力于打造数字化、科技化智慧零售公司，立体化激励保障战略落地。公司有望进入基本面持续改善、净利率向历史水平回归的阶段。我们维持公司 2020-22 年收入预测 242 亿/289 亿/340 亿元，同比+22.5%/+19.7%/+17.5%；维持归属净利润预测 2.5 亿/3.3 亿/4.2 亿元，同比+45.2%/+30.1%/+29.1%，对应 EPS0.29/0.38/0.49 元。维持“买入”评级。

步步高	002251
评级	买入（维持）
当前价	14.13 元
总股本	864 百万股
流通股本	864 百万股
52 周最高/最低价	14.78/7.34 元
近 1 月绝对涨幅	-2.58%
近 12 月绝对涨幅	36.34%

项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	18,456	19,725	24,169	28,918	33,984
营业收入增长率	6.6%	6.9%	22.5%	19.7%	17.5%
净利润(百万元)	156	173	251	326	421
净利润增长率	6.2%	11.1%	45.2%	30.1%	29.1%
每股收益 EPS(基本)(元)	0.18	0.20	0.29	0.38	0.49
毛利率%	23%	24%	25%	25%	25%
净资产收益率 ROE%	2.1%	2.3%	3.2%	4.1%	5.2%
PE	78	71	49	37	29

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2020 年 7 月 15 日收盘价

## 目录

<b>战略聚焦，止损、减亏与成长并重</b> .....	1
战略聚焦超市拓展，百购着重于存量提效 .....	1
止损：集团战略投资重庆商社，上市公司退出非优势区域—重庆 .....	2
成长：湖南、江西、四川、广西因地制宜，有序扩张 .....	3
家电：携手五星电器，自营转联营，预计亏损到盈利 .....	5
总结：止损、减亏、成长，业绩进入持续增长期 .....	5
<b>数字化建设加速，经营提效正当时</b> .....	6
用户数字化：用户洞察、数据沉淀、精准营销 .....	7
运营数字化：开发系统工具，提升门店运营效率 .....	9
供应链数字化：依托数据中台，打造业务闭环 .....	10
<b>立体化激励护航，员工活力充分释放</b> .....	11
高管层：回购方案落地，股权激励可期 .....	11
门店层：推行合伙人制度，员工薪酬结构优化 .....	12
<b>风险因素</b> .....	12
<b>盈利预测与投资建议</b> .....	12

## 插图目录

图 1: 2011-2019 年公司净利润和净利率变化 .....	1
图 2: 2015-2019 年超市/百货门店数量变化情况 .....	1
图 3: 2017-2019 年湖南省/外省门店数量变化情况 .....	1
图 4: 重庆商社混改后, 重庆百货股权架构图 (2020.05) .....	2
图 5: 重庆步步高商业有限责任公司净利润及增速 .....	3
图 6: 合川步步高商业有限责任公司净利润及增速 .....	3
图 7: 2015-2019 年步步高湖南省内和省外营业收入及增速 .....	3
图 8: 2017-2019 年重点零售企业在优势省内超市业务营业收入对比 .....	4
图 9: 2019 年湖南重点连锁企业含税销售额对比 .....	4
图 10: 2019 年湖南重点连锁企业门店数量对比 .....	4
图 11: 2019 年四川本土前三大超市连锁销售额 .....	5
图 12: 2019 年四川本土前三大超市连锁门店数 .....	5
图 13: 腾讯、京东入股时的股权变化 (2018.02) .....	6
图 14: 截至 2020Q2, 公司数字化会员突破 2100 万 .....	7
图 15: 步步高线上入口分布变化 .....	7
图 16: 用户洞察、数据沉淀、精准推荐示意图 .....	8
图 17: 步步高门店数字化改造的三个阶段 .....	9
图 18: 动态用工 vs 传统用工 .....	10
图 19: 步步高南国店前置仓拣货区 .....	10
图 20: 多层次激励一线员工, 释放员工活力 .....	12

## 表格目录

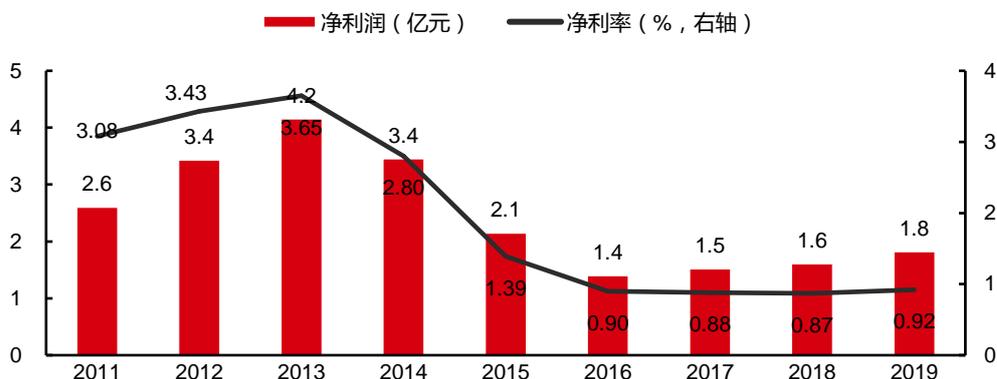
表 1: 公司储备项目 (购物中心、物流中心等) (截至 2019 年底) .....	1
表 2: 公司分子公司利润拆分及 2020 年利润预测 .....	5
表 3: 小步到家与传统到家业务对比 .....	8
表 4: 2017 年第一期员工持股计划参与对象及拟认购股份数量 .....	11
表 5: 步步高盈利预测 .....	13

## ■ 战略聚焦，止损、减亏与成长并重

### 战略聚焦超市拓展，百购着重于存量提效

2015-2017 年，公司业务多元化发展，涉足跨境电商（云猴全球购）、B2B 业务等，同时跨省扩张、购物中心展店提速，投入大、亏损点多，严重拖累盈利能力。2017 年，公司先后关闭跨境电商、线上商城等业务，缩减 B2B；2019 年，公司确立了聚焦超市业务拓展，百货、购物中心以存量提效为主，打造数字化、科技化智慧零售公司的战略方向。

图 1：2011-2019 年公司净利润（亿元）和净利率（%）变化



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 2：2015-2019 年超市/百货门店数量变化情况



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 3：2017-2019 年湖南省/外省门店数量变化情况



资料来源：公司公告，中信证券研究部

表 1：公司储备项目（购物中心、物流中心等）（截至 2019 年底）

序号	项目	预算数 (百万元)	期末余额 (百万元)	工程累计投入占比	预计开业时间	备注
1	九华项目	1,087	93	8.6%	2021 年	购物中心
2	邵阳步步高项目	475	401	84.4%	2020 年	购物中心
3	怀化步步高项目	1,000	38	4.2%	2020 年开工	购物中心
4	长沙星城	6,000	33	2.2%	2021 年	购物中心
5	南城百货总部大厦	250	已完工	137.3%		办公楼
6	金陵物流园	378	67	17.6%		物流基地

序号	项目	预算数 (百万元)	期末余额 (百万元)	工程累计投入占比	预计开业时间	备注
7	步步高云通城市共同配送平台项目	110	2	77.4%		物流平台

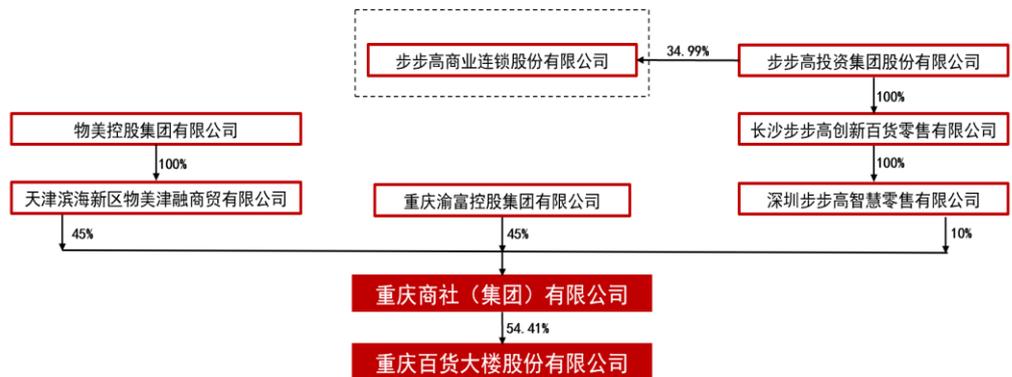
资料来源：公司公告，中信证券研究部

### 止损：集团战略投资重庆商社，上市公司退出非优势区域—重庆

公司于 2013 年进入重庆市场，通过子公司重庆步步高商业有限责任公司经营连锁超市业务，通过子公司重庆市合川区步步高商业有限责任公司经营步步高·合川新天地。2017-2019 年，两大子公司均处于亏损状态，两大子公司合计亏损分别为 0.85 亿/1.05 亿/0.52 亿元。

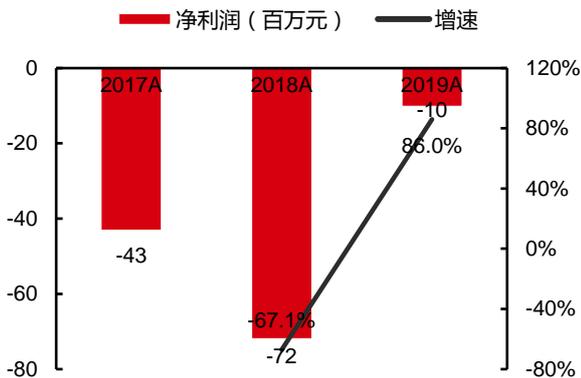
2019 年 6 月，步步高集团通过旗下深圳步步高智慧零售有限公司参与重庆百货控股股东重庆商社混改，以现金 15.72 亿元持有重庆商社 10% 股权；重庆百货、步步高业务整合陆续推进。2019 年 12 月，公司已将子公司重庆步步高商业有限责任公司清算注销；2020 年 6 月 1 日，公司将最后一家营业中门店重庆合川店托管给重庆百货。2020 年 6 月 30 日，公司发布《步步高商业连锁股份有限公司关于退出重庆市场的公告》，决定退出重庆市场；公司测算 2020 年全年重庆市场亏损在 3000 万元左右。退出重庆市场有助于减少侵蚀公司业绩的亏损业务，同时将资源聚焦优势地区。

图 4：重庆商社混改后，重庆百货股权架构图 (2020.05)



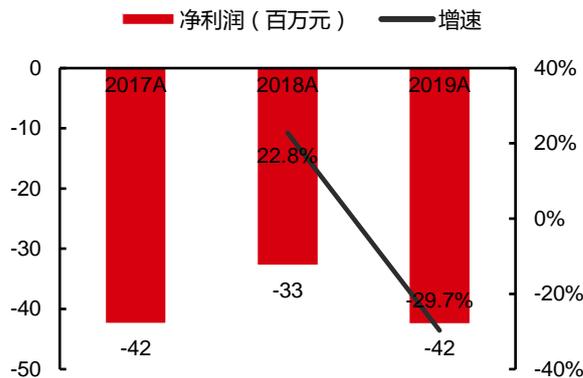
资料来源：公司公告，企查查，中信证券研究部

图 5: 重庆步步高商业有限责任公司净利润及增速



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

图 6: 合川步步高商业有限责任公司净利润及增速

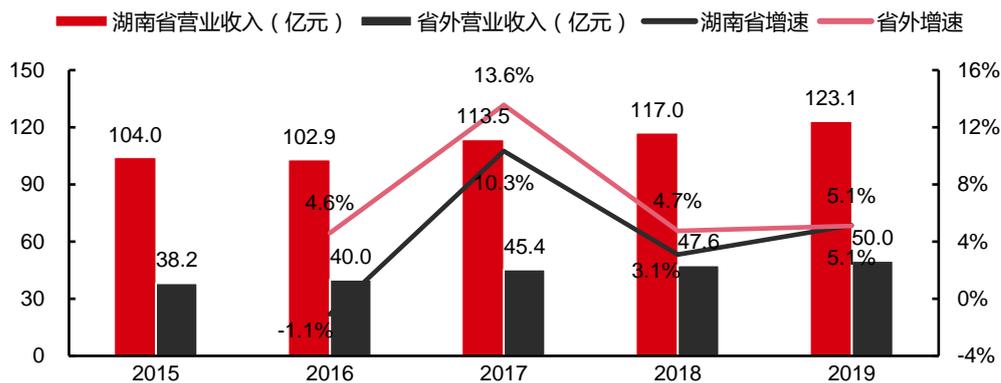


资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

### 成长: 湖南、江西、四川、广西因地制宜, 有序扩张

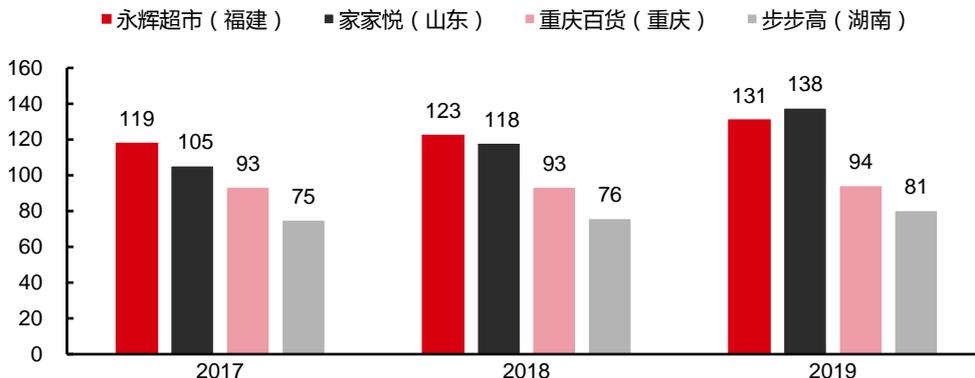
**湖南市场: 区域龙头, 市场竞争激烈, 重点拓展长沙和三四线市场。**2019 年, 步步高在湖南省实现营业收入 123.1 亿元, 同比增长 5.1%。CCFA 发布的 2019 年中国连锁百强显示, 湖南共有 4 家连锁企业入围: 步步高集团、佳惠百货、友阿股份和通程控股, 步步高集团含税销售额居首。经测算, 作为湖南超市龙头企业, 2019 年公司省内超市业务营业收入 81 亿元, 低于其他零售企业在各自优势省内超市业务的营业收入: 永辉超市福建省 131 亿元、家家悦山东省 138 亿元、重庆百货重庆地区 94 亿元, 公司省内拓展空间依然巨大。公司在湖南地区深入低线, 县级市门店占比 1/3, 超市门店覆盖湖南约 80 个县。预计公司未来将重点拓展长沙和湖南三四线城市市场, 进一步提升湖南省内市场份额。

图 7: 2015-2019 年步步高湖南省内和省外营业收入及增速



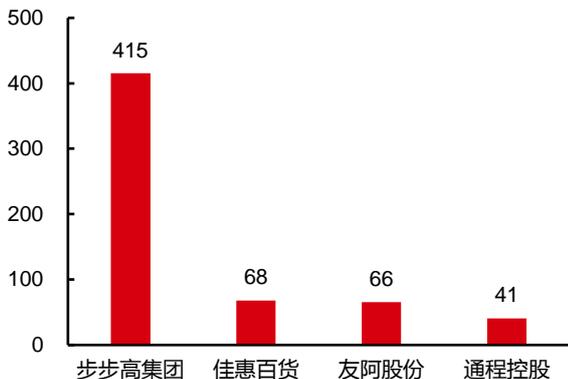
资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

图 8：2017-2019 年重点零售企业在优势省内超市业务营业收入（亿元）对比



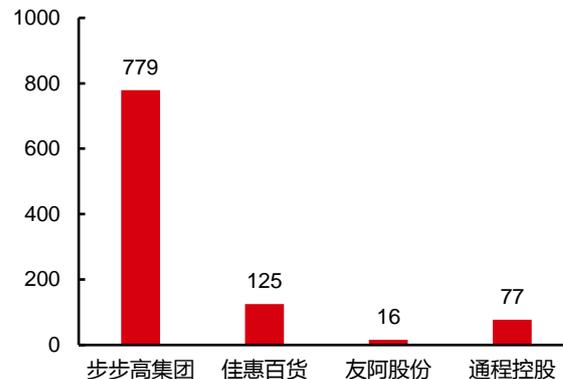
资料来源：公司公告，中信证券研究部测算

图 9：2019 年湖南重点连锁企业含税销售额（亿元）对比



资料来源：CCFA，中信证券研究部

图 10：2019 年湖南重点连锁企业门店数量对比



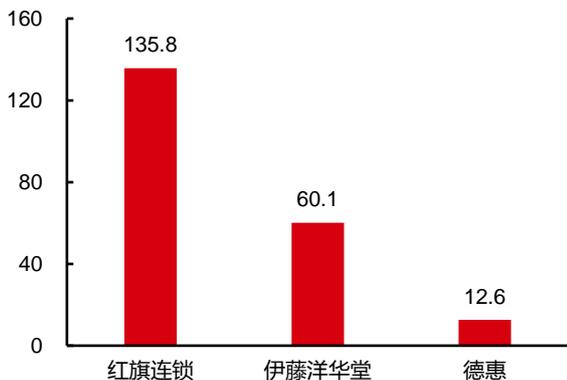
资料来源：CCFA，中信证券研究部

**江西市场：未来将进一步加密门店，目标成为江西市场绝对龙头。**公司在江西地区设有子公司江西步步高商业有限责任公司，经营连锁超市业务。步步高与华润万家位列江西超市市场份额前两名。市场份额位列 3-4 位的分别是九江联盛实业和江西盛达商业，2018 年分别实现营业收入 33.3 亿/20.5 亿元。江西是步步高走出湖南的第一个省外市场，未来将是公司的开店重点，公司计划在江西现有区域基础上将门店加密，形成区域性规模优势。江西市场 2019 年亏损 914 万元，2020H1 已整体实现盈亏平衡，我们测算 2020 年江西市场亏损 400~600 万元，较 2019 年减亏 300~500 万元。

**四川市场：连锁超市市场竞争激烈，主攻川南市场。**公司在四川地区设有两家子公司：四川步步高商业有限责任公司和梅西商业有限公司，经营连锁超市和百货业务。根据中国连锁经营协会发布的 2019 年中国超市百强排行榜，国内超市百强中共有三家四川企业入围，分别是红旗连锁、伊藤洋华堂和四川德惠，其中，红旗连锁 2019 年实现销售额 135.8 亿元。四川省是永辉超市的优势省份，截至 2019 年 12 月 31 日，四川永辉 Bravo 门店已达 85 家，建筑面积超 75 万平米。2019 年永辉超市在四川地区营业收入达 89.6 亿元。红旗连锁、永辉超市等巨头抢占成都及周边市场，公司计划错区域竞争，重点发展泸州、自

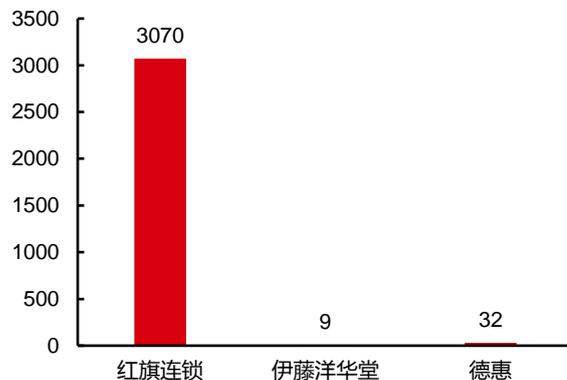
贡、宜宾等川南市场。避开竞争激烈区域使得公司在四川门店培育期较短，大多数门店在第3年实现盈利。四川市场2019年亏损4726万元，2020H1超市业务无亏损，购物中心略有亏损，我们推算2020年四川市场亏损2000~3000万元左右，较2019年减亏1700~2700万元。

图 11：2019 年四川本土前三大超市连锁销售额（亿元）



资料来源：CCFA，中信证券研究部

图 12：2019 年四川本土前三大超市连锁门店数（家）



资料来源：CCFA，中信证券研究部

**广西市场：行业竞争分散，重点拓展未进驻城市。**公司在广西设有两家子公司：广西南城百货有限责任公司和广西步步高商业有限责任公司（柳州），分别经营百货和连锁超市业务。广西本土连锁企业中，南城百货/南宁百货/广西鼎华商业分列营业收入前三位，2018年营业收入分别为25.4亿/21.3亿/20.3亿元。广西第一大本土连锁企业营业收入远低于其他省份，商业零售行业竞争格局分散。公司2018年在广西地区销售规模约35亿元，稳居市场份额第一位。公司计划未来在广西崇左、钦州等尚未进驻的城市展店，进一步拓展市场空间和品牌影响力。2019年南城百货盈利7148万元，我们预计2020年利润有较大幅度增长（预计20%以上）；2019年柳州子公司亏损2695万元，预计2020年亏损额度变化不大。

### 家电：携手五星电器，自营转联营，预计亏损到盈利

家电业务与五星电器合作，采用扣点模式，有望带来每年1300万元净利润。2020年6月10日，公司发布了关于与江苏五星电器有限公司签订《家电零售业务合作合同》的公告，拟在家电零售领域与京东&五星电器展开合作。本次合作，五星电器和步步高将共同负责运营原步步高在中国湖南、广西两个省份步步高超市和百货门店中的家用电器零售业务，五星电器负责供货，双方联合经营，步步高按销售额收取销售扣点。公司过去几年家电业务连年亏损，年亏损2000-3000万元，本次合作使得步步高能够充分利用京东&五星电器的供应商资源和行业领先的管理体系，预计每年为公司增加净利润约1300万元。

### 总结：止损、减亏、成长，业绩进入持续增长期

表 2：公司分子公司利润拆分及 2020 年利润预测

利润拆分	2017	2018	2019	2020E
利润总额 (万元)	15,168	16,024	18,161	24,995
主业利润 (万元)	13,383	22,743	21,247	21,995

利润拆分	2017	2018	2019	2020E
广西南城百货 (万元)	14,909	9,108	7,148	9,000
四川子公司 (万元)	-3,406	-6,804	-4,726	-2,500
重庆子公司 (万元)	-4,304	-7,193	-1,000	-
重庆合川子公司 (万元)	-4,237	-3,271	-4,243	-3,500
江西子公司 (万元)	-1,745	-536	-914	-500
广西子公司 (柳州) (万元)	-3,079	-1,715	-2,695	-3,000
小贷公司 (万元)	3,647	3,692	3,344	3,500

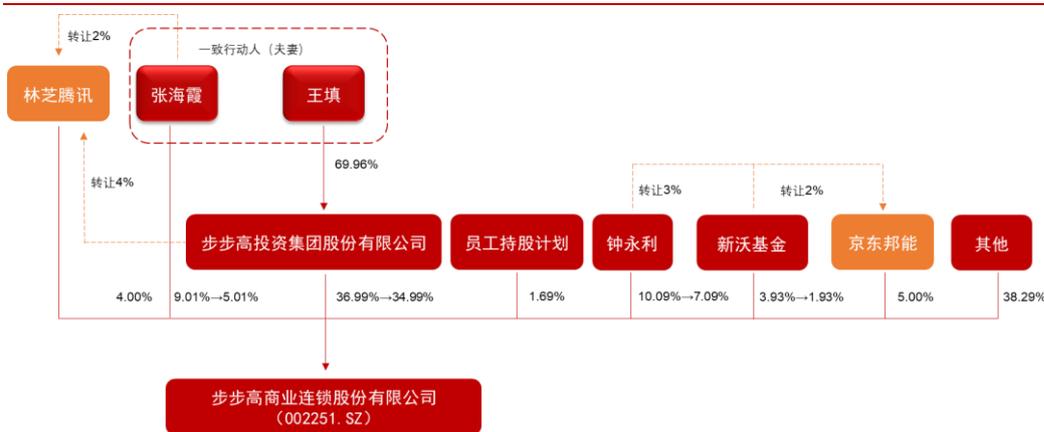
资料来源：公司公告，草根调研，中信证券研究部预测

**公司聚焦优势区域，精细化管理运营，预计利润进入持续增长期。**分区域看，大本营湖南地区力争在 2020 年和 2021 年进一步提升盈利规模。重庆区域 2019 年全年亏损 5243 万元，公司预计 2020 年亏损在 3000 万元左右；因已退出重庆市场，2021 年起清零。四川市场 2019 年亏损 4726 万元，2020 年我们预计亏损 2000~3000 万元，较 2019 年减亏 1700~2700 万元，预计 2021 年将实现整体盈亏平衡。广西市场 2019 年整体盈利 4453 万元，我们预计 2020 年和 2021 年盈利能力稳中有升。江西市场 2019 年亏损 914 万元，2020 年我们预计亏损 400~600 万元，较 2019 年减亏 300~500 万元。综合看来，2020-2021 年公司在弱势区域有望持续减亏，在强势区域继续拓展盈利规模，业绩可期。分业态看，超市业务是公司未来的利润增长点，公司通过供应链提效和精细化运营管理有望进一步提升超市业务净利率。百货业务做好存量运营，通过直播带货、增加体验式内容等方式吸引客流，降低亏损。

## ■ 数字化建设加速，经营提效正当时

**引入腾讯、京东战略投资，步步高新零售进入新纪元。**2018 年 2 月，腾讯、京东与步步高达成《战略合作框架协议》，分别出资 8.87/7.39 亿元，受让 5,183.4/4,319.5 万股，协议转让后分别持股 6%/5%，成为步步高第三、第四大股东。

图 13：腾讯、京东入股时的股权变化 (2018.02)



资料来源：公司公告，中信证券研究部

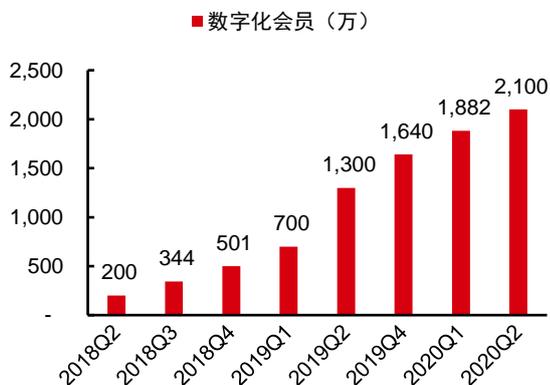
**项目制形式多点突破，数字化建设快速推进。**现阶段公司的数字化建设分三个项目同时推进：1) **用户数字化**，通过小程序和微信社群识别、追踪和触达用户，沉淀用户信息，进而通过腾讯广告精准营销，实现反复服务、促进复购；2) **运营数字化**，从效率、成本入手，开发系统化工具，降本增效；3) **供应链数字化**，打造数据中台，打通商品、订单、物流、仓库、配送的闭环，支持门店到用户的精准服务。

### 用户数字化：用户洞察、数据沉淀、精准营销

**线上业务占比提升，私域流量快速沉淀。**2020 年以来，受疫情驱动，公司到家业务迅猛发展；据草根调研，6 月公司超市和百货合计线上销售占比达 17%，其中超市业务线上占比超过 20%。到家业务（含社区拼团）主要由自营小程序 Better 购、京东到家等第三方平台和微信社群承接。截至 2020Q2，公司数字化会员人数已达 2100 万，同比增长逾 60%。

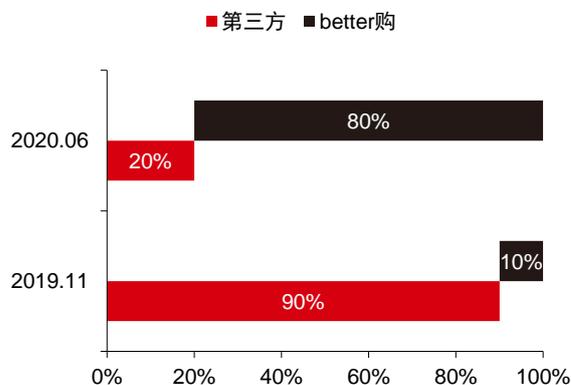
**到家业务：主推自营小程序，订单占比达八成。**1) **到家业务起步阶段，接入三方平台有助于快速实现品牌投放和流量积累。**根据 2019 年 11 月草根调研数据，步步高到家业务入口小程序仅占 10%，其中京东占比六成。2) **长远看，自营小程序对用户运营、消费者洞察乃至报表端贡献意义更大。**据草根调研数据，2020 年 6 月，到家业务入口 better 购小程序占比提升至约 80%，第三方平台仅 20%。自营小程序内容承载量大，除下单外还提供商品推荐、会员管理等配套功能，具备通过数据沉淀进行消费者洞察的能力，帮助公司优化、迭代线上业务商品供给；也为品牌商进行线上广告投放、促销等奠定了基础。

图 14：截至 2020Q2，公司数字化会员突破 2100 万



资料来源：公司公告，草根调研，中信证券研究部

图 15：步步高线上入口分布变化



资料来源：草根调研，中信证券研究部

**社区拼团：线上业务的有益补充。**为应对疫情期间到家业务的强劲需求，“小步到家”业务正月初五上线，通过社区团购的形式满足门店周围 3 公里以外的客户。公司自上而下发动全体员工建群、管理社群、参与履单。依托步步高在湖南庞大的员工基础，小步到家业务实现快速渗透，社群人数、订单需求快速提升。截至 2020Q1，微信社群人数达 350 万，Q2 预计环比大幅增长。

**公司全员参与，获客、带货、节流、激励一举多得。**公司自上而下所有员工，根据所在区域，每人负责一个小区，通过邻里关系建立高粘度、高活跃度社群，提升带货转化率。

同时，员工白天社群集单，傍晚下班顺路，可以选择自行履单，省去第三方履单成本的同时可获得额外收入。步步高庞大的员工基础、本土化的招聘策略以及出色的动员能力，是形成这套难以复制的、具备盈利能力的社区拼团模式的关键。

表 3：小步到家与传统到家业务对比

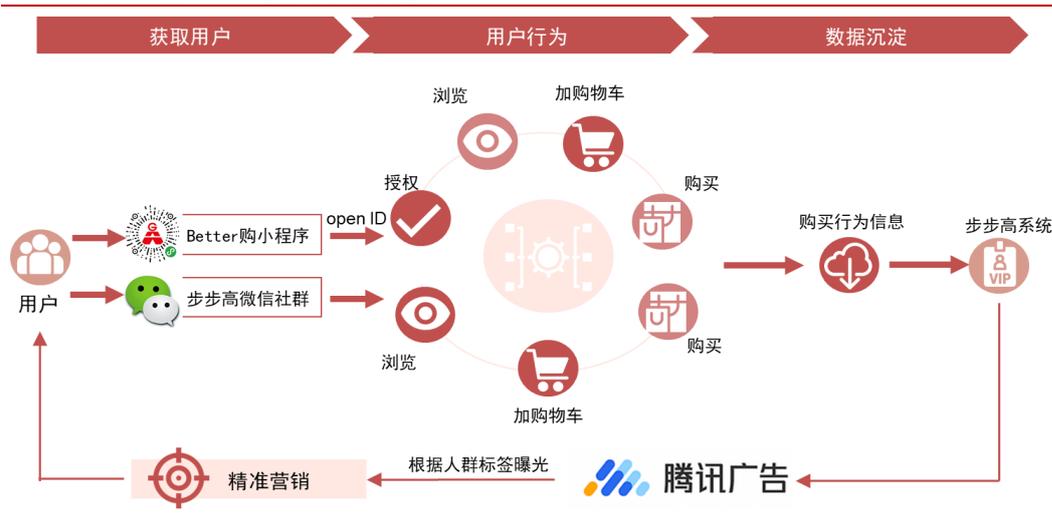
	传统到家业务	小步到家
面向需求	普适的、标准化的及时达需求	个性化、品质化的非标准化需求
下单方式	better 购小程序或第三方平台个人下单	微信社群下单，团长集单后统一发给城市仓
配送时效	90 分钟达	一天两送，早上下单当日达，晚上下单次日达
发货地点	就近门店配送	城市仓直送
覆盖范围	平日门店周围 3 公里，疫情期间 5 公里	开通城市的所有社群

资料来源：草根调研，中信证券研究部

**冷启动完成，数据驱动精准服务。**用户在使用 Better 购小程序的过程中，会产生丰富的个人属性（如年龄、性别、消费能力）和用户行为（如浏览、点击、收藏、购买等）信息。经过用户授权，腾讯可以捕捉到用户的 Open ID，步步高通过 Open ID 进行用户识别（会员卡号、电话号码等），与用户产生的行为信息进行匹配。今年以来小程序、社区团购使用人数、使用频次、订单数量的大幅提升让平台快速实现了“冷启动”，消费者信息的有效沉淀帮助公司更好地掌握客户的消费能力、消费喜好，从而驱动更精准的消费服务。

**典型应用一：精准营销促进复购。**腾讯拥有丰富的广告产品矩阵，通过对人群包的分析、洞察，步步高及品牌方均可对门店三公里内拥有特定标签的人群精准投放广告，提高“浏览-点击-购买”转化率，促进复购。

图 16：用户洞察、数据沉淀、精准推荐示意图



资料来源：草根调研，中信证券研究部整理

**典型应用二：腾讯位置大数据提供新店验证。**腾讯具备基于地理位置的数据包，囊括区域内的人群特征及行为模式。利用腾讯的数据能力，公司选定新店附近 3-5 公里区域，验证新开业的店址、业态、品牌、商户是否符合区域用户特征，从指导优化新店规划。

**典型应用三：集成化客服中心优化体验。**疫情期间，公司以用户体验为导向，将客服中心集成化并进行标准管理，通过客服中心沉淀的人群数据不断优化服务模型。据草根调研，客服中心管理模式改善后，客服接线率从 53% 提升至 80%，用户体验明显改善。

**未来看点：商品精准推荐，提升 ARPU 值。**商超门店 SKU 数量众多，超市门店平均每家线上有约 8,000 个 SKU，商品难以得到高效曝光。有明确需求的用户从搜索/分类入口进入小程序可以较快速度找到心仪商品，但需求模糊、抱“逛街”心态的用户往往难以高效满足购物需求。在消费者数字化的基础上，公司有望在小程序中为客户提供“千人千面”的商品推荐，提升购买转化率。据草根调研，小程序大部分活跃用户年 ARPU 值约 300 元，未来有巨大提升空间。

### 运营数字化：开发系统工具，提升门店运营效率

运营数字化主要集中在门店效率侧的赋能，可划分为三个阶段：**信息数字化、数字系统化、系统工具化。**

- **信息数字化：**将门店的运营情况以数字化形式进行沉淀，包括进销、库存、损耗、客流、人工、售后等，使得门店运转的每个环节都可以定量刻画，为管理层优化运营、调整运营提供支持。目前企业微信平台的“运营助手”已完成一阶段开放，由每个店长配备，可洞察订货、收货、盘点、预警、用工、报损、价格管理等环节的运营数据。
- **数字系统化：**完成门店日常数据的“冷启动”之后，下一步要对数据进行清洗和整理，通过归因分析的方式，将分散的数据系统地抽象成 7-8 个运营中的核心问题。
- **系统工具化：**在知悉运营的核心问题后，下一步就是形成具体工具向门店进行模块化输出。“动态用工”是目前步步高内部较为成熟、经过充分试验、并已经进行区域化推广的工具，通过员工的灵活调度实现员工利用率的提升。

图 17：步步高门店数字化改造的三个阶段

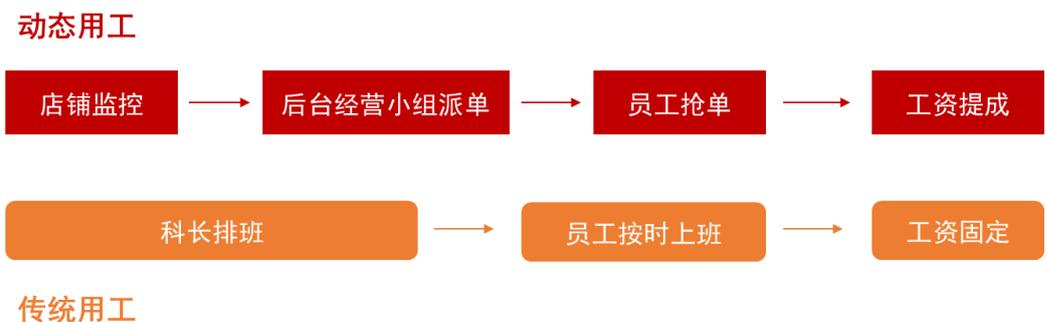


资料来源：草根调研，中信证券研究部

**动态用工对非高频工作实现员工共享，大幅提升人效。**步步高在内的零售企业传统用工方式是对每个岗位都配备基础员工，然后通过组长排班以及从其他业务线抽调的方式应

对日内的客流量变化。动态用工环境下，将工作内容进一步具体化，通过店内的实时监控，将非高频的工作（如峰时收银、傍晚生鲜分级等）发布到终端，由共享员工抢单完成。员工抢单后，在指定时间到达工作地点打卡，主管根据工作效果评分，综合考量工种、工时和评分后给员工确认收入。据草根调研，以湖南长沙南国店为例，动态用工推行后，2020年上半年，门店员工由180人降至102人，人效大幅提升的同时员工工资同比提升50%。

图 18：动态用工 vs 传统用工



资料来源：中信证券研究部

**拣货合流：单立店内前置仓，爆品集中拣货。**公司对到家业务订单进行分级拣货：1) 活动商品，在门店入口建设 200 平米左右的前置仓，主要放置爆款商品，实现快速提货；2) 一般商品，如顾客下单未入前置仓的商品，则将拣货需求发至“微信拣货群组”，由空闲员工快速拣货至前置仓合流。据草根调研，拣货合流系统推行后，门店日均处理订单数从 100 单增加至 400 单；同时，依订单数量有较大提升弹性。

图 19：步步高南国店前置仓拣货区



资料来源：草根调研，中信证券研究部

### 供应链数字化：依托数据中台，打造业务闭环

供应链数字化是整个智慧零售变革进程中的难点，但也是关键点。通过数据中台的建设，公司可以将把商品、订单、物流、仓库、运输、配送全链路打通，从而在门店端更精准地服务客户。公司积极推进数据中台建设，多项尝试卓有成效：

- **线上 SKU 精选、迭代：**线上平台 SKU 承载量、曝光资源有限，线下 SKU 精选至线上。以步步高梅溪湖店为例，线下共有 20,000 个 SKU，线上精选至 4,000 个 SKU 上架小程序。数据中台需要不断测试线上 SKU 的销量、点击情况，将表现疲软的商品下架，并补充新商品。
- **订货梳理，锁定订单、加快周转：**打通商品订单、门店库存以及运输，不断测试区域仓商品、在途商品到店的时间，将售罄缺货商品转预售。公司目前每一家线下门店均对应一家线上店铺和一家线上预售店铺，锁定客户订单的同时加快门店周转。
- **生鲜供应链数字化：**对所有生鲜采购做底层数据清查，将供应商报价公开化、透明化。一方面，公司可以通过农产品历史价格开发经验模型，预测农产品价格择时采购；另一方面，开发竞价系统和比价系统。精选供应商降低采购成本。
- **促销员管理项目：**跟踪门店品牌促销员的费用产出情况，并打包成 SAAS 服务向供应商输出，提升供应商门店促销效率，预计今年年内上线。

## ■ 立体化激励护航，员工活力充分释放

### 高管层：回购方案落地，股权激励可期

**公司持续变革，需深层激励助推。**2017 年，公司曾推出第一期员工持股计划，该计划累计购买 1,461 万股公司股票，占总股本的 1.69%，用于激励：1) 董事、监事及高级管理人员；2) 中层干部及其他核心人员；3) 优秀员工。2018 年以来，公司引入战略投资方腾讯、京东，战略聚焦商超主业，大力推动数字化、智能化建设，管理层、中层干部均有较大变动，亟需新一轮股权激励推动改革向前。

表 4：2017 年第一期员工持股计划参与对象及拟认购股份数量

序号	持有人	职务	认购金额 (万元)	认购股份数量 (股)
1	刘亚萍	董事	1,060	841,938
2	杨芳	董事、财务总监	1,550	1,231,136
3	师茜	董事、董事会秘书	1,360	1,080,222
4	曲尉坪	监事会主席	1,240	984,909
5	聂建民	监事	1,190	945,195
董事、监事、高级管理人员合计			6,400	5,083,400
其他员工合计			15,700	12,470,214
总计			22,100	17,553,614

资料来源：公司公告，中信证券研究部

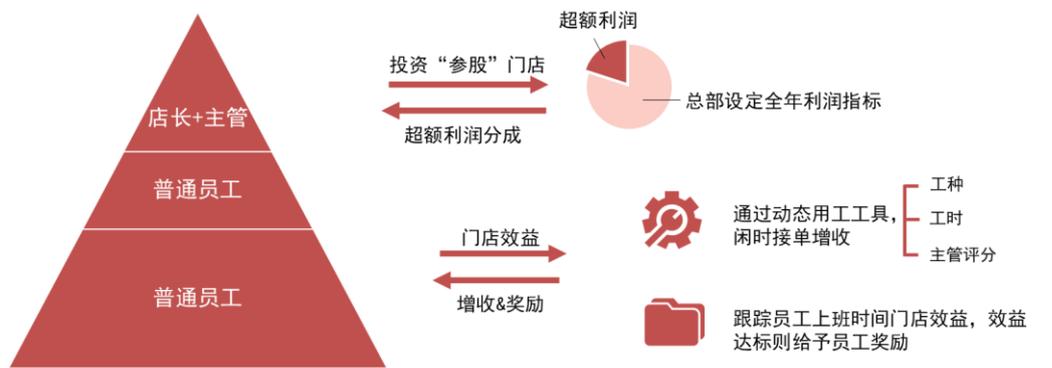
**回购方案落地，将用于员工激励。**2020 年 4 月 29 日，公司公告新一期回购计划，拟以不超过 13.56 元/股的价格回购价值 1.5 亿-3.0 亿元的公司股份；7 月 8 日，公司上调回购价格上限为 17.64 元/股（7 月 8 日收盘价：14.3 元）。按回购价格上限计算，对应公司总股本的 0.98%-1.97%，回购股份将用于员工持股计划或股权激励。在公司步入经营拐点的关键时期，员工持股计划或股权激励的推出预计将进一步激发管理层、中层干部及核心员工的动力，持续推进改革、助力公司经营改善。

## 门店层：推行合伙人制度，员工薪酬结构优化

**店长+主管，推行合伙人模式、参与利润分成。**店长、主管级员工投资“参股”门店成为合伙人，总部根据历史业绩、门店实际情况制定利润考核指标，超过指标部分的利润，合伙人团队根据出资占比分成。合伙人制度、利润考核体系有望激发员工“主人翁”意识，深度参与门店运营，从开源、节流两方面提升门店盈利能力。

**普通员工，薪资与门店效益强挂钩。**一方面，通过动态用工工具，员工可以在下班期间抢单增收，根据工种、工时和主管评分三个维度确认收入；另一方面，通过数字化工具，跟踪每位员工上班期间门店产生的销售额，门店设置合理的销售指标，完成销售后给予一定的薪资激励。双重激励下，员工主观能动性被充分激发，推动门店人效提升。以步步高长沙南国店为例，2020H1，门店员工平均收入增长 50%，但员工数量从 180 人削减至 102 人，整体人工成本下降。

图 20：多层次激励一线员工，释放员工活力



资料来源：草根调研，中信证券研究部

## 风险因素

疫情反复，主力市场线上业务竞争加剧，数字化工具推广不及预期。

## 盈利预测与投资建议

**战略聚焦、降本增效、激励改善，看好公司净利润率向稳态回归。**公司重新聚焦商超主业，百货深耕存量运营，重点子公司减亏、扭亏、成长并进；数字化建设卓有成效，预计进入门店普及阶段后进一步释放变革红利；致力于打造数字化、科技化智慧零售公司，立体化激励保障战略落地。公司有望进入基本面持续改善、净利润率向历史水平回归的阶段。我们维持公司 2020-22 年收入预测 242 亿/289 亿/340 亿元，同比+22.5%/+19.7%/+17.5%，维持归属净利润预测 2.5 亿/3.3 亿/4.2 亿元，同比+45.2%/+30.1%/+29.1%。维持“买入”评级。

表 5：步步高盈利预测

项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	18,456	19,725	24,169	28,918	33,984
营业收入增长率	6.6%	6.9%	22.5%	19.7%	17.5%
净利润(百万元)	156	173	251	326	421
净利润增长率	6.2%	11.1%	45.2%	30.1%	29.1%
每股收益 EPS(基本)(元)	0.18	0.20	0.29	0.38	0.49
毛利率%	23%	24%	25%	25%	25%
净资产收益率 ROE%	2.1%	2.3%	3.2%	4.1%	5.2%
每股净资产 (元)	8.67	8.75	8.94	9.16	9.44
PE	78	71	49	37	29
PB	2	2	2	2	1

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2020 年 7 月 15 日收盘价

**利润表 (百万元)**

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	18,456	19,725	24,169	28,918	33,984
营业成本	14,161	14,922	18,184	21,699	25,540
毛利率	23.27%	24.35%	24.76%	24.96%	24.85%
营业税金及附加	141	147	179	217	253
销售费用	3,330	3,725	4,584	5,626	6,597
营业费用率	18.04%	18.88%	18.97%	19.46%	19.41%
管理费用	422	377	533	594	691
管理费用率	2.28%	1.91%	2.20%	2.05%	2.03%
财务费用	184	322	356	361	355
财务费用率	1.00%	1.63%	1.47%	1.25%	1.05%
投资收益	5	(2)	3	2	1
营业利润	240	226	357	457	577
营业利润率	1.30%	1.14%	1.48%	1.58%	1.70%
营业外收入	33	23	28	28	26
营业外支出	53	23	35	37	31
利润总额	221	226	350	448	572
所得税	60	45	90	109	133
所得税率	27.35%	19.75%	25.63%	24.24%	23.20%
少数股东损益	5	9	10	13	18
归属于母公司股东的净利润	156	173	251	326	421
净利率	0.84%	0.88%	1.04%	1.13%	1.24%

**现金流量表 (百万元)**

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
税前利润	221	226	350	448	572
所得税支出	-60	-45	-90	-109	-133
折旧和摊销	722	796	600	629	655
营运资金的变化	391	431	-21	664	419
其他经营现金流	161	355	350	343	341
经营现金流合计	1,434	1,763	1,190	1,976	1,856
资本支出	-2,775	-2,579	-950	-950	-950
投资收益	5	-2	3	2	1
其他投资现金流	20	-519	-94	-125	-171
投资现金流合计	-2,750	-3,100	-1,041	-1,073	-1,120
发行股票	0	3	0	0	0
负债变化	7,273	11,529	675	-189	259
股息支出	-86	-86	-86	-138	-174
其他融资现金流	-6,350	-10,132	-356	-361	-355
融资现金流合计	837	1,314	232	-687	-271
现金及现金等价物净增加额	-479	-23	381	216	465

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

**资产负债表 (百万元)**

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	1,170	1,490	1,871	2,087	2,552
存货	2,261	2,547	2,910	3,547	4,207
应收账款	71	123	120	145	184
其他流动资产	2,074	2,226	2,722	2,963	3,291
流动资产	5,576	6,386	7,623	8,742	10,235
固定资产	3,988	4,598	5,021	5,423	5,805
长期股权投资	7	7	7	7	7
无形资产	1,461	2,759	2,687	2,606	2,519
其他长期资产	9,878	10,627	10,735	10,879	11,071
非流动资产	15,334	17,992	18,450	18,915	19,401
资产总计	20,910	24,378	26,073	27,657	29,636
短期借款	3,751	5,422	6,097	5,908	6,167
应付账款	3,382	3,832	4,289	5,291	6,271
其他流动负债	4,456	4,211	4,600	5,169	5,645
流动负债	11,589	13,465	14,986	16,368	18,082
长期借款	985	2,494	2,494	2,494	2,494
其他长期负债	577	584	584	584	584
非流动性负债	1,562	3,079	3,079	3,079	3,079
负债合计	13,152	16,544	18,065	19,447	21,161
股本	864	864	864	864	864
资本公积	3,853	3,626	3,626	3,626	3,626
归属于母公司所有者权益合计	7,493	7,559	7,723	7,912	8,159
少数股东权益	265	275	285	298	316
股东权益合计	7,759	7,834	8,008	8,210	8,475
负债股东权益总计	20,910	24,378	26,073	27,657	29,636

**主要财务指标**

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入增长率	6.61%	6.88%	22.53%	19.65%	17.52%
营业利润增长率	10.72%	-6.01%	58.20%	27.85%	26.43%
净利润增长率	6.22%	11.09%	45.20%	30.08%	29.09%
毛利率	23.27%	24.35%	24.76%	24.96%	24.85%
EBITDA Margin	6.14%	6.82%	5.37%	4.93%	4.60%
净利率	0.84%	0.88%	1.04%	1.13%	1.24%
净资产收益率	2.08%	2.29%	3.25%	4.13%	5.16%
总资产收益率	0.74%	0.71%	0.96%	1.18%	1.42%
资产负债率	62.90%	67.86%	69.29%	70.31%	71.40%
所得税率	27.35%	19.75%	25.63%	24.24%	23.20%
股利支付率	55.54%	49.99%	54.84%	53.45%	52.76%

## 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

## 评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上

## 其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

## 法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由CLSA Limited分发；在中国台湾由CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由CLSA Europe BV或CLSA（UK）分发；在印度由CLSA India Private Limited分发（地址：孟买（400021）Nariman Point的Dalalal House 8层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的INZ000001735，作为商人银行的INM000010619，作为研究分析商的INH000001113）；在印度尼西亚由PT CLSA Sekuritas Indonesia分发；在日本由CLSA Securities Japan Co., Ltd.分发；在韩国由CLSA Securities Korea Ltd.分发；在马来西亚由CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd分发；在菲律宾由CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由CLSA Securities (Thailand) Limited分发。

## 针对不同司法管辖区的声明

**中国：**根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

**美国：**本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas除外）仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6规则定义且CLSA Americas提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与CLSA group of companies获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系CLSA Americas。

**新加坡：**本研究报告在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第33、34及35条的规定，《财务顾问法》第25、27及36条不适用于CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告有任何疑问，还请联系CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 086/12/2019。

**加拿大：**本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

**欧盟与英国：**本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由CLSA（UK）或CLSA Europe BV发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由CLSA（UK）与CLSA Europe BV制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

**澳大利亚：**CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券和投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及CHI-X的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由CAPL仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经CAPL事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第761G条的规定。CAPL研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的ASX All Ordinaries指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

## 一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2020 版权所有。保留一切权利。