

审慎增持 (维持)

步步高  
(002251)

控费成效明显，业绩显著回暖——步步高 2020 中报点评

2020 年 08 月 27 日

## 市场数据

市场数据日期	2020-08-26
收盘价(元)	13.41
总股本(百万股)	863.90
流通股本(百万股)	863.90
总市值(百万元)	11584.95
流通市值(百万元)	11584.95
净资产(百万元)	7578.87
总资产(百万元)	24621.6
每股净资产	8.77

## 相关报告

《联合运营家电零售业务，进一步聚焦主业》  
2020-06-12

《营收继续加速，数字化转型持续发力——步步高 2019 年三季报点评》  
2019-10-30

《数字化转型与供应链变革推进，收入增速回暖——步步高 2019 半年报点评》  
2019-08-30

分析师:

王品辉

wangph@xyzq.com.cn

S0190514060002

金秋

jinqiu@xyzq.com.cn

S0190520080004

## 主要财务指标

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	19725	21236	24013	26212
同比增长	6.9%	7.7%	13.1%	9.2%
净利润(百万元)	173	220	283	372
同比增长	10.2%	27.2%	28.9%	31.2%
毛利率	24.4%	23.0%	23.7%	24.1%
净利率	0.9%	1.0%	1.2%	1.4%
净资产收益率(%)	2.3%	2.9%	3.6%	4.5%
每股收益(元)	0.20	0.25	0.33	0.43
每股经营现金流(元)	2.04	-0.12	0.99	1.33

## 投资要点

- **超市业务强劲恢复，展店计划稳步推进。**2020H1 公司实现营收 103.52 亿元，同比增长 2.79%，Q1、Q2 分别实现营收 55.16 亿元 (-1.63%) 和 48.36 亿元 (+8.62%)。**分业态看**，2020H1 超市、百货业态分别实现营收 76.44 亿元 (+16.18%)、15.66 亿元 (-26.53%)，超市可比店营收增幅达 9.56%。2020 年 H1 新开业态门店 18 家，新签约门店 25 家，同时关闭 10 家。截至 2020 年 6 月 30 日，公司拥有各业态门店 409 家。
- **Q2 业绩显著好转。**公司上半年实现归母净利润 1.66 亿元，同比下降 31.79%，主要系：1) 配送成本、员工防护物资和门店消杀等刚性支出增加；2) 折旧摊销、支付人力成本等必须开支；3) 疫情期间对供应商给予供应商租赁等相关费用减免。Q2 实现 0.66 亿元 (+15.17%)，扣非归母净利润 0.5 亿元 (+2.78%)，差异主要系当期政府补助。
- **二季度毛利率同比下滑，但控费成效明显。**2020Q1、Q2 公司销售毛利率分别为 22.01%、23.64%，同比变化为 -1.65/-2.21pp；2020Q1、Q2 销售净利率分别为 1.86%、1.43%，同比变化为 -1.54/+0pp。Q2 净利率同比好转主要系期间费用率同比下降。2020Q1、Q2 期间费用率为 19.56%/22.27%，同比变化 +0.71%/-1.69% 其中，Q2 销售/管理/财务费用率分别为 18.71%/1.76%/1.69%，同比变化为 -1.62%/-0.23%/+0.05%。
- **深入数字化运营，驱动超市业态成长。**截至 2020 年 6 月底，全司到家门店 349 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。数字化运营试点，由一季度 3 家扩展为二季度的 11 家试点门店二季度销售同比增长 29%，利润同比增长 31%，2020 年上半年整体销售同比增长 26%，利润同比增长 20.5%。
- **调整盈利预测：**预计 2020-2022 年营业收入分别为 212.36、240.13、262.12 亿元，未来三年实现归母净利润分别为 2.20、2.83、3.72 亿元，EPS 分别为 0.25、0.33、0.43 元预计。2020 年 8 月 26 日收盘价对应 PE 分别为 52.7、40.9、31.2 倍，维持“审慎增持”评级。

风险提示：展店不及预期，消费下行超预期，线上发展不及预期

## 报告正文

## 事件

- **步步高披露 2020 年半年报。**公司上半年实现营业收入 103.52 亿元，同比增长 2.79%，实现归母净利润 1.66 亿元，同比下降 31.79%，扣非归母净利润 1.35 亿元，同比下降 41.79%。其中 2020Q2 实现营业收入 48.36 亿元，同比增长 8.62%，归母净利润 0.66 亿元(+15.17%)，扣非归母净利润 0.5 亿元(+2.78%)。

## 点评

- **超市业务强劲恢复，展店计划稳步推进。**2020H1 公司实现营收 103.52 亿元，同比增长 2.79%，其中 Q1、Q2 分别实现营收 55.16 亿元(-1.63%)和 48.36 亿元(+8.62%)，二季度营收增速明显改善。**分业态看**，2020H1 超市、百货业态分别实现营收 76.44 亿元(+16.18%)、15.66 亿元(-26.53%)，超市可比店营收增幅达 9.56%，表现良好。2020 年上半年新开业态门店 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 家在 2-3 年内扭亏无望或物业无法续租的门店。截至 2020 年 6 月 30 日，公司拥有各业态门店 409 家(超市业态门店 357 家、百货业态门店 52 家)。

图 1、步步高单季营收及增速

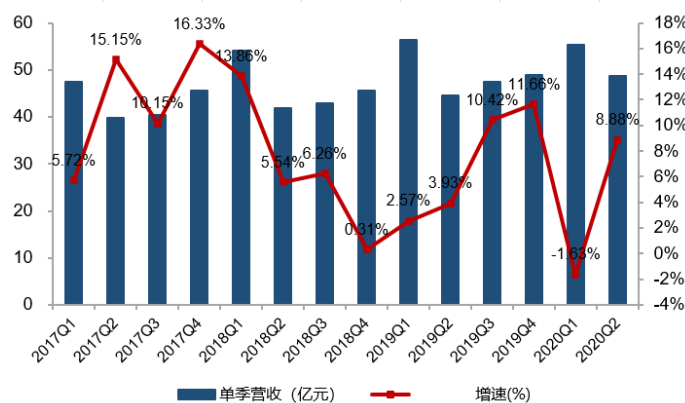
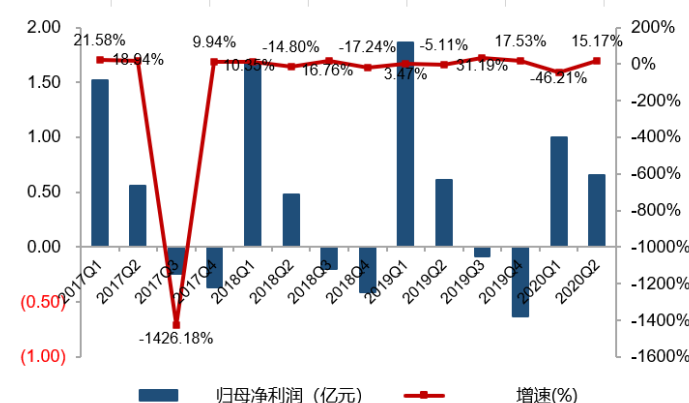


图 2、步步高单季归母净利润及增速



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

- **Q2 业绩显著好转。**公司上半年实现归母净利润 1.66 亿元，同比下降 31.79%，主要系：1) 配送成本、员工防护物资和门店消杀等刚性支出增加；2) 公司百货、家电业态门店根据所在地政府防控要求和市场情况于 1 月下旬相继停

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

业, 没有收入但仍需计提折旧摊销、支付人力成本等必须开支; 3) 疫情期间对供应商给予供应商租赁等相关费用减免。Q2 实现归母净利润 0.66 亿元 (+15.17%), 扣非归母净利润实现 0.5 亿元 (+2.78%), 差异主要系当期政府补助。

- **二季度毛利率同比下滑, 但控费成效明显。**2020Q1、Q2 公司销售毛利率分别为 22.01%, 23.64%, 同比变化为-1.65/-2.21pp; 2020Q1、Q2 销售净利率分别为 1.86%, 1.43%, 同比变化为-1.54/+0pp。Q2 毛利率下滑的情况下净利率稳健主要系期间费用率同比下降。2020Q1、Q2 期间费用率为 19.56%/22.27%, 同比变化+0.71%/-1.69%。其中, Q2 销售/管理/财务费用率分别为 18.71%/1.76%/1.69%, 同比变化为-1.62%/-0.23%/+0.05%。
- **深入数字化运营, 驱动超市业态成长。**截至 2020 年 6 月底, 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。数字化运营试点, 由一季度 3 家扩展为第二季度的 11 家, 深度赋能的经营合伙模式得到进一步推广。试点门店二季度销售可比增长 29%, 利润可比增长 31%, 2020 年上半年整体销售可比增长 26%, 利润可比增长 20.5%。

图 3、步步高单季销售毛利率及净利率

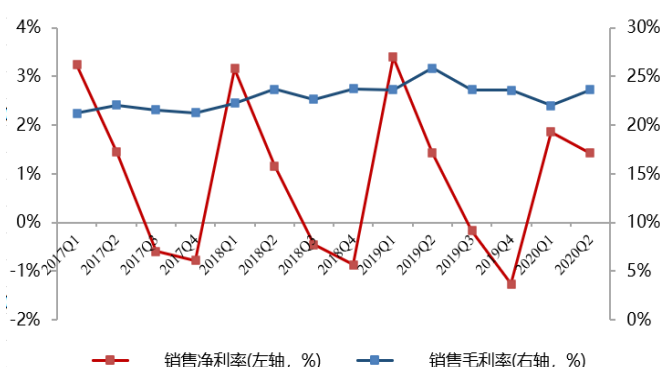
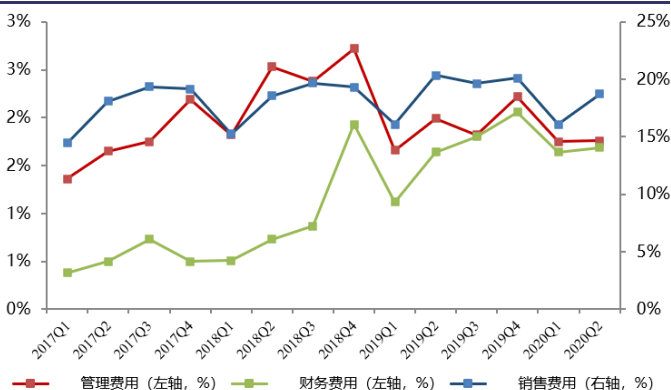


图 4、步步高季度期间费用率



数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

- **调整盈利预测:** 预计 2020-2022 年营业收入分别为 212.36、240.13、262.12 亿元, 未来三年实现归母净利润分别为 2.20、2.83、3.72 亿元, EPS 分别为 0.25、0.33、0.43 元预计。2020 年 8 月 26 日收盘价对应 PE 分别为 52.7、40.9、31.2 倍, 维持“审慎增持”评级。
- **风险提示:** 展店不及预期, 消费下行超预期、线上发展不及预期

附表:

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E	会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	6386	11339	11672	12272	<b>营业收入</b>	19725	21236	24013	26212
货币资金	1490	6436	6343	6462	营业成本	14922	16350	18325	19898
交易性金融资产	0	0	0	0	营业税金及附加	147	158	179	195
应收账款	123	137	151	167	销售费用	3725	3897	4538	4954
其他应收款	268	293	326	362	管理费用	377	531	612	674
存货	2547	2802	3082	3390	财务费用	322	21	-18	-18
<b>非流动资产</b>	17992	11858	12276	12665	资产减值损失	-45	-45	-45	-45
可供出售金融资产	0	114	114	114	公允价值变动	33	0	0	0
长期股权投资	7	3	3	3	投资收益	-2	4	4	4
投资性房地产	6208	7	6	5	<b>营业利润</b>	226	329	425	558
固定资产	4598	5103	5255	5323	营业外收入	23	29	29	29
在建工程	642	188	108	92	营业外支出	23	27	27	27
油气资产	0	0	0	0	<b>利润总额</b>	226	331	427	560
无形资产	2759	3068	3417	3845	所得税	45	98	127	167
<b>资产总计</b>	24378	23196	23948	24937	净利润	182	233	300	394
<b>流动负债</b>	13465	11898	12182	12613	少数股东损益	9	13	17	22
短期借款	5422	5422	5422	5422	<b>归属母公司净利润</b>	173	220	283	372
应付票据	460	0	0	0	<b>EPS(元)</b>	0.20	0.25	0.33	0.43
应付账款	3832	3200	3500	3900					
其他	3751	3276	3261	3291					
<b>非流动负债</b>	3079	3318	3572	3823	<b>主要财务比率</b>				
长期借款	2494	2744	2994	3244	<b>会计年度</b>	<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
其他	584	574	577	578	<b>成长性</b>				
<b>负债合计</b>	16544	15216	15754	16436	营业收入增长率	6.9%	7.7%	13.1%	9.2%
股本	864	864	864	864	营业利润增长率	-7.0%	45.8%	29.1%	31.3%
资本公积	3626	3626	3626	3626	净利润增长率	10.2%	27.2%	28.9%	31.2%
未分配利润	1082	2877	3041	3283	<b>盈利能力</b>				
少数股东权益	275	288	305	326	毛利率	24.4%	23.0%	23.7%	24.1%

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

股东权益合计	7834	7980	8194	8501
负债及权益合计	24378	23196	23948	24937

净利率	0.9%	1.0%	1.2%	1.4%
ROE	2.3%	2.9%	3.6%	4.5%

**现金流量表**

单位:百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	182	220	283	372
折旧和摊销	346	684	719	737
资产减值准备	54	3	-1	-2
无形资产摊销	450	435	440	439
公允价值变动损失	-33	0	0	0
财务费用	341	21	-18	-18
投资损失	2	-4	-4	-4
少数股东损益	9	13	17	22
营运资金的变动	431	1315	23	-69
经营活动产生现金流量	1763	-102	860	1148
投资活动产生现金流量	-3100	5068	-1134	-1211
融资活动产生现金流量	1314	-20	181	182
现金净变动	-23	4947	-93	119
现金的期初余额	937	1490	6436	6343
现金的期末余额	914	6436	6343	6462

**偿债能力**

资产负债率	67.9%	65.6%	65.8%	65.9%
流动比率	0.47	0.95	0.96	0.97
速动比率	0.28	0.72	0.70	0.70

**营运能力**

资产周转率	83.4%	89.3%	101.9%	107.2%
应收帐款周转率	19234.2%	15526.8%	15960.7%	15838.4%

**每股资料(元)**

每股收益	0.20	0.25	0.33	0.43
每股经营现金	2.04	-0.12	0.99	1.33
每股净资产	8.75	8.90	9.13	9.46

**估值比率(倍)**

PE	67.0	52.7	40.9	31.2
PB	1.5	1.5	1.5	1.4

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	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的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中:A股市场以上证综指或深圳成指为基准,香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料,或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件,或者其他原因,致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

## 信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

## 使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用,本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考,不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果,本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司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相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌,过往表现不应作为日后的表现依据;在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告;本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时,本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改,投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明,本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证,任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民,包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示,否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权,本报告的任何部分均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,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载,本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

在法律许可的情况下,兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此,投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

## 兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址: 上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址: 北京西城区锦什坊街35号北楼601-605	地址: 深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编: 200135	邮编: 100033	邮编: 518035
邮箱: research@xyzq.com.cn	邮箱: research@xyzq.com.cn	邮箱: research@xyzq.com.cn