

步步高 (002251.SZ)

2Q 超市业绩复苏，西南龙头地位稳固

核心观点:

- 1H20 公司实现营收 103.5 亿元，同比增长 2.8%；实现归母净利润 1.7 亿元，同比降低 31.8%；实现扣非后归母净利润 1.4 亿元，同比降低 41.8%。其中，单 2Q 实现营收 48.4 亿元，同比增长 8.6%；实现归母净利润 0.7 亿元，同比增长 15.2%，疫情后业绩复苏态势明显。
- 毛利率受百货业态拖累，研发投入明显增加。(1) 受疫情影响，百货业态毛利率拖累公司综合毛利率。(2) 期间费用率下降 0.3pp 至 20.9%。其中销售费用率下降 0.6pp 至 17.3%。(3) 疫情期间百货、家电门店停业以及给予的供应商租赁费用减免造成经营性现金流同比下滑。
- 超市业态营收稳定，百货业态受疫情冲击较大。(1) 截至 6 月 30 日，公司拥有超市业态门店 357 家和百货业态门店 52 家。(2) 分业态看，公司超市业态利润同比增速为 22.4%；百货业态利润同比增速为 -55.8%。(3) 分地区看，湖南省内可比店销售收入利润同比增速为 -9.1%；外省利润同比增速为 -74.9%。
- 数字化转型加速线上线下融合，业务整合进入实质阶段。(1) 公司大力发展“到家”业务，截至 6 月底，已有 349 家门店。(2) 公司全面推动数字化，目前已有数字会员 2081 万，共贡献 71% 的销售额。(3) 2Q 数字化试点门店销售可比增长 29%，利润可比增长 31%。(4) 重庆业务同业竞争已解决，将与五星电器共同运营湖南、广西家电业务。
- 盈利预测与评级。公司作为西南零售龙头，具有超市+百货的双业态灵活组合，家电业务进一步增强，数字化转型初见成效，预计步步高 2020-2022 年归母净利润分别为 2.3 亿元、3.2 亿元、3.9 亿元，参考可比公司估值，给予 21 年 40×PE 估值，对应合理价值 14.8 元/股，维持“增持”评级。
- 风险提示。全国性超市龙头进入湖南市场；“到家”业务增速不及预期。

盈利预测:

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	18,456	19,725	23,665	27,259	32,281
增长率 (%)	6.6	6.9	20.0	15.2	18.4
EBITDA (百万元)	1,158	1,325	1,038	1,104	1,224
归母净利润 (百万元)	157	173	227	316	391
增长率 (%)	4.3	10.2	31.2	39.2	23.9
EPS (元/股)	0.18	0.20	0.26	0.37	0.45
市盈率 (P/E)	40.87	45.49	51.09	36.70	29.63
ROE (%)	1.7%	2.3%	3.8%	5.2%	6.3%
EV/EBITDA	8.93	11.13	18.81	16.97	14.72

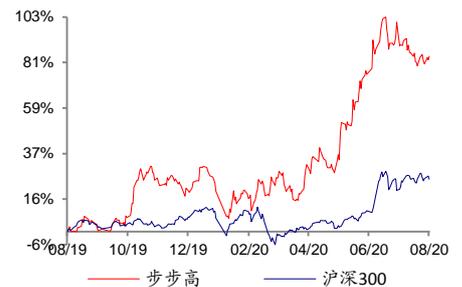
数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

增持

当前价格	13.41 元
合理价值	14.8 元
前次评级	增持
报告日期	2020-08-27

相对市场表现



分析师:

洪涛



SAC 执证号: S0260514050005

SFC CE No. BNV287



021-60750633



hongtao@gf.com.cn

分析师:

嵇文欣



SAC 执证号: S0260520050001



jiwenxin@gf.com.cn

请注意，嵇文欣并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究:

步步高 (002251.SZ): 数字化 2020-04-25

转型初见成效，供应链改革巩

固龙头地位

步步高 (002251.SZ): 湖南区 2019-08-29

域基本盘扎实，超市扩张贡献

主要增长

目录索引

一、超市业态营收稳定，百货业态受疫情冲击较大.....	4
二、毛利率受百货业态拖累，研发投入明显增加	5
三、盈利预测和投资建议.....	5
四、风险提示	6

图表索引

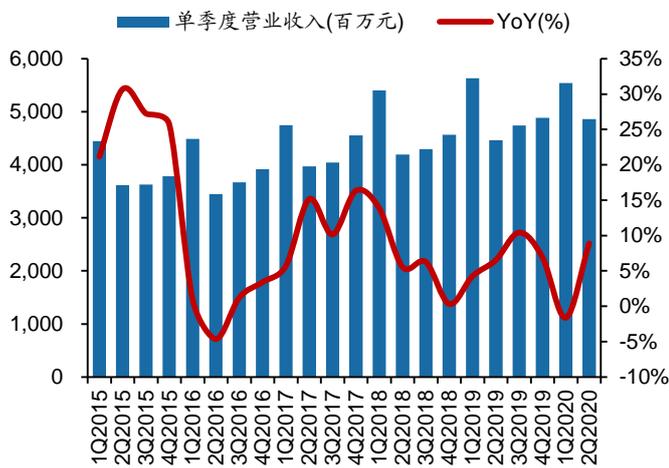
图 1: 公司营业收入及增速情况.....	4
图 2: 公司归母净利润及增速情况.....	4
图 3: 公司分业态营收占比情况.....	4
图 4: 1H2020 公司分地区营收占比情况.....	4
图 5: 公司毛利率与净利率情况.....	5
图 6: 公司销售、管理及财务费用率情况.....	5
表 1: 可比公司估值表 (市值统计截止 2020.8.26 收盘)	6

一、超市业态营收稳定，百货业态受疫情冲击较大

公司发布半年报，1H20实现营收103.52亿元，同比增长2.79%；实现归母净利润1.66亿元，同比降低31.79%；实现扣非后归母净利润1.35亿元，同比降低41.79%。分季度看，疫情后业绩复苏态势明显，单2Q实现收入48.36亿元，同比增长8.62%；实现利润总额0.87亿元，同比增长23.89%；实现归母净利润0.66亿元，同比增长15.17%。

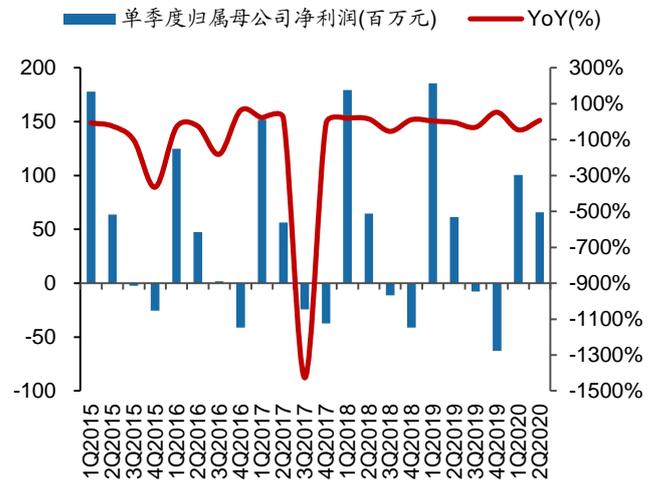
分业态看，超市业态秉持“保供应、稳物价、惠民生”的原则在疫情期间全部正常营业，而百货业态主要受疫情停业影响，营收大幅收窄。1H20公司超市和家电业态实现营业收入76.4亿元，同比增长16.18%；其中，可比店营业收入同比增速为9.56%，利润同比增长22.37%。百货业态实现营业收入15.66亿元，同比降低26.53%；其中，可比店营业收入同比降低26.25%，利润同比降低55.75%。

图 1：公司营业收入及增速情况



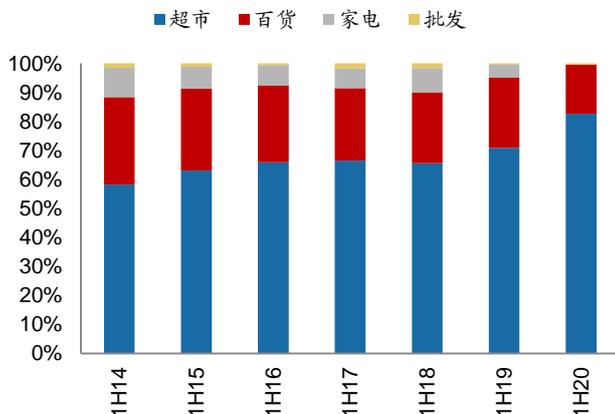
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 2：公司归母净利润及增速情况



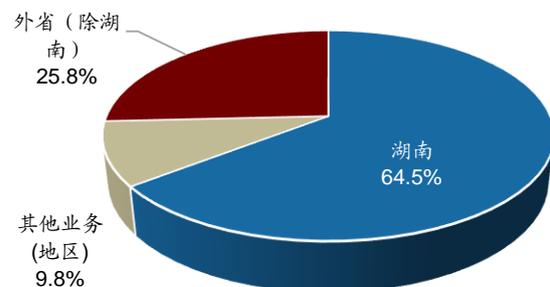
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 3：公司分业态营收占比情况



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 4：1H2020公司分地区营收占比情况



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

分地区看，湖南省公司在湖南省实现营业收入66.73亿元，同比增长5.67%，可比店营业收入同比增长0.77%，利润同比降低9.06%；在外省实现营业收入26.69亿元，同比增长5.18%，可比店营业收入同比降低5.78%，利润同比降低74.91%。

从门店数量看，公司1H2020新开超市门店17家，百货门店1家，新签约门店25家，闭店10家，截至2020年6月30日，公司拥有超市业态门店357家和百货业态门店52家。

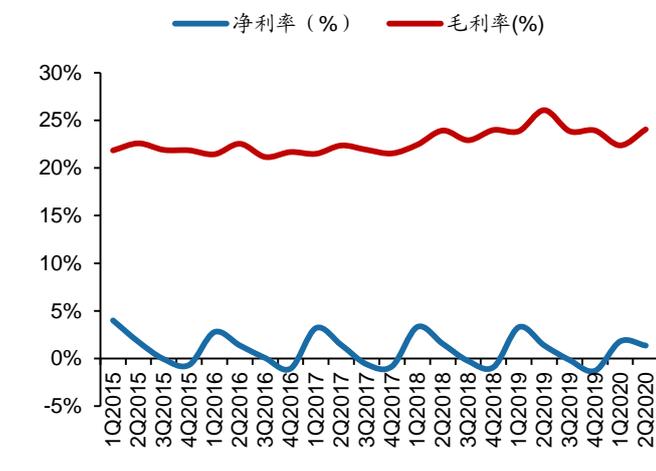
二、毛利率受百货业态拖累，研发投入明显增加

公司上半年综合毛利率同比下降1.86pp至22.77%，主要由于百货业态受疫情影响，毛利率下滑幅度较大。分业态看，超市及家电业态毛利率同比上升0.35pp至16.46%；百货业态毛利率同比降低1.38pp至13.16%。

公司1H2020期间费用率下降0.27pp至20.86%，其中销售费用率下降0.64pp至17.31%；管理费用率下降0.05pp至1.75%；研发费用上升0.11pp至0.14%；财务费用率上升0.31pp至1.66%，主要由于利息费用增加。

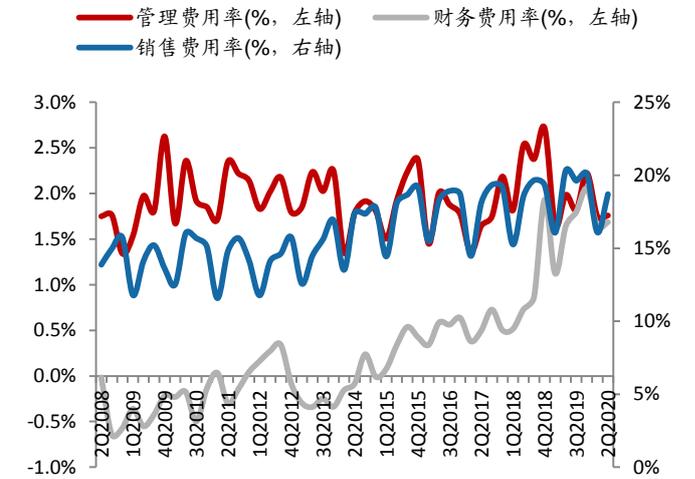
公司1H2020经营性现金流为7.48亿元，同比减少13.07%，主要由于疫情期间百货、家电业态门店停业以及为履行社会责任给予的供应商租赁费用减免。

图 5：公司毛利率与净利率情况



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 6：公司销售、管理及财务费用率情况



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

三、盈利预测和投资建议

疫情的突然爆发催化了消费习惯的快速变迁，公司利用数字化转型加速线上线下一融合，同时以用户为中心，全面推动数字化会员、数字化商品和数字化运营，以实现到店、到家双线融合的智慧零售模式。

公司的主要看点如下：

(1) 借疫情东风，公司大力发展“到家”业务。截至6月底，已有Better购349

家、京东208家、饿了么286家、美团225家、多点6家共349家“到家”门店。

(2) 公司数字化发展未来可期。1H2020线上GMV高达33.48亿元，目前2081万的数字会员共贡献了71%的销售额。数字化门店试点已由一季度的3家扩展为二季度的11家，2Q试点门店销售可比增长29%，利润可比增长31%，均较1Q有所上涨。

(3) 公司在西南地区的全业态竞争力进一步加强，龙头地位更加稳固。为避免同业竞争，公司将步步高重庆业务委托给重庆百货经营管理，同时将携手五星电器，共同运营湖南、广西家电业务。

公司作为西南零售龙头，具有超市+百货的双业态灵活组合，家电业务进一步增强，数字化转型初见成效，预计步步高2020-2022年归母净利润分别为2.3亿元、3.2亿元、3.9亿元，对应PE分别为51/37/30倍。参考可比公司估值及公司历史估值，同时考虑2Q利润同比高增长，“到家”业务、数字化、家电业态均有望继续拉升盈利水平，给予21年40xPE估值，对应合理价值14.8元/股，维持“增持”评级。

表 1: 可比公司估值表 (市值统计截止2020.8.26收盘)

股票代码	公司名称	市值 (百万元)	归母净利润 (百万元)		营业收入 (百万元)		PE(x)		PS(x)	
			2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
601933.SH	永辉超市	82,792	2,703	3,626	105,181	125,998	30.63	22.83	0.79	0.66
603708.SH	家家悦	26,368	582	701	18,789	21,850	45.31	37.61	1.40	1.21
002697.SZ	红旗连锁	12,022	674	788	8,535	9,180	17.84	15.26	1.41	1.31

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心 (盈利预测采用广发预测)

四、风险提示

1. 全国性超市龙头进入湖南市场;
2. 新收购整合效果不达预期;
3. “到家”业务增速不及预期。

资产负债表						现金流量表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	6,423	6,386	7,224	7,863	9,095	经营活动现金流	1,290	1,763	1,678	1,836	1,770
货币资金	1,180	1,490	1,490	1,639	1,803	净利润	162	182	238	330	408
应收及预付	1,198	1,115	1,437	1,593	1,922	折旧摊销	753	796	454	469	480
存货	3,097	2,547	2,844	3,219	3,809	营运资金变动	148	374	670	834	683
其他流动资产	948	1,235	1,453	1,412	1,562	其它	227	411	315	203	199
非流动资产	16,509	17,992	18,139	18,360	18,470	投资活动现金流	-2,751	-3,100	-604	-702	-603
长期股权投资	7	7	7	7	7	资本支出	-2,683	-2,559	-605	-704	-604
固定资产	4,507	4,598	4,536	4,665	4,780	投资变动	-382	-256	0	0	0
在建工程	454	642	942	1,142	1,242	其他	314	-285	2	2	2
无形资产	1,695	2,759	2,667	2,570	2,475	筹资活动现金流	991	1,314	-1,074	-985	-1,004
其他长期资产	9,845	9,985	9,986	9,976	9,966	银行借款	1,730	1,969	1,045	-626	-564
资产总计	22,932	24,378	25,363	26,223	27,565	股权融资	1,033	3	0	0	0
流动负债	11,822	13,465	16,028	16,730	17,924	其他	-1,772	-658	-2,119	-359	-439
短期借款	3,751	5,422	6,466	5,840	5,276	现金净增加额	-470	-23	0	149	164
应付及预收	5,296	5,699	6,094	7,069	8,336	期初现金余额	1,406	937	1,490	1,490	1,639
其他流动负债	2,775	2,345	3,468	3,822	4,312	期末现金余额	937	914	1,490	1,639	1,803
非流动负债	1,585	3,079	3,079	3,079	3,079						
长期借款	985	2,494	2,494	2,494	2,494						
应付债券	0	0	0	0	0						
其他非流动负债	600	584	584	584	584						
负债合计	13,408	16,544	19,107	19,809	21,003						
股本	864	864	864	864	864						
资本公积	5,563	3,626	3,626	3,626	3,626						
留存收益	1,296	1,383	1,480	1,623	1,755						
归属母公司股东权益	9,259	7,559	5,970	6,113	6,245						
少数股东权益	265	275	287	301	318						
负债和股东权益	22,932	24,378	25,363	26,223	27,565						

利润表					
单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	18,456	19,725	23,665	27,259	32,281
营业成本	14,176	14,922	18,215	20,982	24,825
营业税金及附加	145	147	176	203	240
销售费用	3,298	3,725	4,212	4,879	5,811
管理费用	406	377	450	545	646
研发费用	25.81	26.00	28.40	13.63	16.14
财务费用	193.40	322.03	295.59	220.61	223.09
资产减值损失	-19.19	-45.19	-9.63	-14.56	-16.38
公允价值变动收益	14.60	32.86	0.00	0.00	0.00
投资净收益	5.23	-2.08	1.57	1.57	1.57
营业利润	242.73	225.76	322.08	444.17	547.86
营业外收支	-19.62	0.54	-4.10	-4.10	-4.10
利润总额	223	226	318	440	544
所得税	62	45	79	110	136
净利润	162	182	238	330	408
少数股东损益	5	9	12	14	17
归属母公司净利润	157	173	227	316	391
EBITDA	1157.92	1324.84	1037.74	1104.33	1223.93
EPS (元)	0.18	0.20	0.26	0.37	0.45

主要财务比率

至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入增长	6.6%	6.9%	20.0%	15.2%	18.4%
营业利润增长	9.6%	-7.0%	42.7%	37.9%	23.3%
归母净利润增长	4.3%	10.2%	31.2%	39.2%	23.9%
获利能力					
毛利率	23.2%	24.4%	23.0%	23.0%	23.1%
净利率	0.9%	0.9%	1.0%	1.2%	1.3%
ROE	1.7%	2.3%	3.8%	5.2%	6.3%
ROIC	2.2%	2.9%	3.1%	3.5%	4.3%
偿债能力					
资产负债率	58.5%	67.9%	75.3%	75.5%	76.2%
净负债比率	22.3%	34.4%	37.2%	33.5%	29.9%
流动比率	0.54	0.47	0.45	0.47	0.51
速动比率	0.19	0.21	0.19	0.19	0.20
营运能力					
总资产周转率	0.93	0.83	0.95	1.06	1.20
应收账款周转率	233.30	199.10	214.85	206.67	210.68
存货周转率	5.32	5.29	6.40	6.52	6.52
每股指标 (元)					
每股收益	0.18	0.20	0.26	0.37	0.45
每股经营现金流	1.49	2.04	1.94	2.13	2.05
每股净资产	10.72	8.75	6.91	7.08	7.23
估值比率					
P/E	40.87	45.49	51.09	36.70	29.63
P/B	0.69	1.04	1.94	1.90	1.86
EV/EBITDA	8.93	11.13	18.81	16.97	14.72

广发商贸零售行业研究小组

- 洪涛：首席分析师，浙江大学金融学硕士，2010年开始从事商贸零售行业研究，2014年加入广发证券发展研究中心，曾就职于华泰联合证券、平安证券。
- 嵇文欣：资深分析师，南京大学经济学硕士。曾任职于西南证券。2020年加入广发证券发展研究中心。
- 贾雨朦：高级研究员，伦敦政治经济学院风险与金融硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。
- 童若琰：研究助理，上海交通大学金融硕士，2019年加入广发证券发展研究中心。
- 包晗：英国伦敦玛丽女王大学财富管理硕士，2020年加入广发证券发展研究中心。
- 李靖：美国西北大学项目管理硕士，2020年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北街 2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪大 道8号国金中心一期16 楼	香港中环干诺道中111 号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部

分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。