

步步高(002251)

报告日期: 2020 年 8 月 27 日

# 超市板块增长强劲，数字化建设持续推进

## ——步步高中报点评

✎ : 马莉 执业证书编号: S123052007002  
☎ : 陈腾曦、辛泽熙  
✉ : xinzexi@stocke.com.cn

### 报告导读

步步高 2020H1 营收增长 2.79%，Q1 下滑 1.83%，Q2 增长 8.63%；H1 归母净利润下降 32.68%，Q1 下滑 45.95%，Q2 增长 7.48%。超市及家电板块表现强劲，H1 营收增长 16.18%，可比超市门店利润增长 22.37%。

### 投资要点

#### □ 超市板块已成增长主力引擎，报告期新开超市门店 18 家

2020 年上半年，公司超市及家电业务收入同比增长 16.18%至 76.44 亿元，其中可比门店营收同比增长 9.56%，利润总额同比增长 22.37%，门店运营效率提升明显；百货业务收入 15.66 亿元，同比下滑 26.53%，其中可比门店营收同比下滑-26.25%，利润总额同比下滑 55.75%。公司上半年超市板块保持较快增长，首先是由于公司 2019 年持续推进超市门店改革，单店营收及效率均稳步提升，其次是公司供应链在疫情中发挥出色，有效承接了疫情下的消费需求并率先带动相关业态复工复产。

截至 2020 年 6 月底，公司拥有超市业态门店 357 家、百货业态门店 52 家。上半年公司新开超市门店 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 年内扭亏无望或无法续租的门店。门店端的优化有利于公司进一步的提效降费。

#### □ 数字化建设持续推进，2020H1 线上 GMV 已达 33.48 亿元

公司数字化建设进程有条不紊，2020H1 高效承接消费者线上消费需求，实现线上 GMV33.48 亿元。截至 2020 年 6 月底，公司到家业务已拓展至 349 家门店，其中 Better 购 349 家、京东 208 家、饿了么 286 家、美团 225 家、多点 6 家（有重叠）；自助收银门店达到 348 家；扫码购门店 234 家；社群覆盖门店 346 家。公司总数字会员已达 2081 万，销售贡献占比为 71%。

#### □ 智慧门店试点范围逐步扩大，先进经验有望输出

公司于 2019 年起开始进行数字化运营试点，第二季度的试点门店已由一季度的 3 家增长至 11 家，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%。试点门店的优化经验有望实现输出，提升超市业务的利润水平。

#### □ 新建江西生鲜 DC，继续加码生鲜基建

2020 年 H1，公司在江西省新余市新建生鲜 DC，面积 1.18 万平方米，投资总额 2028 万元。该生鲜 DC 的建成可有效提高配送时效及提升商品品质，有利于推进蔬果标准件及常温带板运输。基地建成后，公司可全面推进各省区生鲜日配制，提升门店商品丰富度。提升门店引流能力。

#### □ 盈利预测及估值

公司正处于省内加深与外省收缩协同进行的转型期，合理的扩张及门店整合或将在未来逐步释放利润。公司数字化转型趋势良好，超市业态增长强劲，我们预测 2020-2022 年公司主营业务收入为 224/256/295 亿元，同比增长 13.78%/14.32%/15.41%；净利润为 2.27/2.99/3.95 亿元，同比增长

### 评级

### 买入

上次评级

买入

当前价格

¥ 13.41

### 单季度业绩

### 元/股

1Q/2020

0.12

4Q/2019

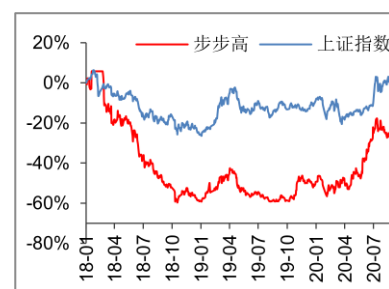
-0.07

3Q/2019

-0.01

2Q/2019

0.07



### 公司简介

公司属于商品零售行业。主要经营活动为超市、百货、电器等生活消费品的销售。

### 相关报告

1《面纱难掩靓丽面容，疫情推动复兴步伐——步步高 2020 年一季报点评》

2020.04.28

2《现金流优化明显，数字化转型有条不紊——步步高 2019 年报点评》

2020.04.25

3《聚力潇湘，再起航——步步高首次覆盖报告》2020.04.06

报告撰写人：马莉

联系人：陈腾曦、辛泽熙

31.31%/31.76%/32.18%，对应 PE 51X/39X/29X，维持“买入”评级。

催化剂：三季度展店进度超预期

风险提示：疫情入秋后出现反复、新门店客流量不及预期

#### 财务摘要

| (百万元)    | 2019A  | 2020E  | 2021E  | 2022E  |
|----------|--------|--------|--------|--------|
| 主营收入     | 19661  | 22370  | 25573  | 29514  |
| (+/-)    | 6.87%  | 13.78% | 14.32% | 15.41% |
| 净利润      | 173    | 227    | 299    | 395    |
| (+/-)    | 11.09% | 31.31% | 31.76% | 32.18% |
| 每股收益 (元) | 0.20   | 0.26   | 0.35   | 0.46   |
| P/E      | 67.04  | 51.05  | 38.75  | 29.32  |

## 表附录：三大报表预测值

| <b>资产负债表</b>   |        |         |       |       | <b>利润表</b>      |        |        |        |        |
|----------------|--------|---------|-------|-------|-----------------|--------|--------|--------|--------|
| 单位: 百万元        | 2019   | 2020E   | 2021E | 2022E | 单位: 百万元         | 2019   | 2020E  | 2021E  | 2022E  |
| <b>流动资产</b>    | 6386   | 6617    | 7621  | 9892  | <b>营业收入</b>     | 19661  | 22370  | 25573  | 29514  |
| 现金             | 1490   | 1424    | 1791  | 3309  | 营业成本            | 14922  | 16889  | 19307  | 22313  |
| 交易性金融资产        | 0      | 0       | 0     | 0     | 营业税金及附加         | 147    | 166    | 192    | 220    |
| 应收账款           | 123    | 113     | 117   | 112   | 营业费用            | 3725   | 4201   | 4815   | 5519   |
| 其它应收款          | 0      | 310     | 209   | 217   | 管理费用            | 377    | 425    | 483    | 558    |
| 预付账款           | 991    | 1211    | 1400  | 1566  | 研发费用            | 26     | 30     | 34     | 39     |
| 存货             | 2547   | 2703    | 3156  | 3676  | 财务费用            | 322    | 404    | 378    | 363    |
| 其他             | 1235   | 857     | 947   | 1013  | 资产减值损失          | 54     | 32     | 45     | 58     |
| <b>非流动资产</b>   | 17992  | 18460   | 18625 | 18499 | 公允价值变动损益        | 33     | 33     | 33     | 33     |
| 金额资产类          | 0      | 73      | 59    | 44    | 投资净收益           | (2)    | (2)    | (3)    | (3)    |
| 长期投资           | 7      | 6       | 7     | 6     | 其他经营收益          | 42     | 42     | 42     | 42     |
| 固定资产           | 4598   | 4648    | 4668  | 4661  | <b>营业利润</b>     | 226    | 297    | 391    | 517    |
| 无形资产           | 2759   | 2889    | 3019  | 3149  | 营业外收支           | 1      | 1      | 1      | 1      |
| 在建工程           | 642    | 594     | 555   | 524   | <b>利润总额</b>     | 226    | 297    | 392    | 517    |
| 其他             | 9985   | 10250   | 10316 | 10114 | 所得税             | 45     | 59     | 77     | 102    |
| <b>资产总计</b>    | 24378  | 25077   | 26245 | 28391 | <b>净利润</b>      | 182    | 238    | 314    | 415    |
| <b>流动负债</b>    | 13465  | 13949   | 14805 | 16535 | 少数股东损益          | 9      | 12     | 15     | 20     |
| 短期借款           | 5422   | 4653    | 4343  | 4540  | <b>归属母公司净利润</b> | 173    | 227    | 299    | 395    |
| 应付款项           | 4292   | 5081    | 5808  | 6712  | EBITDA          | 1421   | 1401   | 1501   | 1625   |
| 预收账款           | 1407   | 1678    | 1816  | 2066  | EPS (最新摊薄)      | 0.20   | 0.26   | 0.35   | 0.46   |
| 其他             | 2345   | 2538    | 2838  | 3217  | <b>主要财务比率</b>   |        |        |        |        |
| <b>非流动负债</b>   | 3079   | 3055    | 3054  | 3054  |                 | 2019   | 2020E  | 2021E  | 2022E  |
| 长期借款           | 2494   | 2494    | 2494  | 2494  | <b>成长能力</b>     |        |        |        |        |
| 其他             | 584    | 561     | 559   | 560   | 营业收入            | 6.87%  | 13.78% | 14.32% | 15.41% |
| <b>负债合计</b>    | 16544  | 17004   | 17859 | 19589 | 营业利润            | -6.01% | 31.38% | 31.82% | 32.22% |
| 少数股东权益         | 275    | 287     | 302   | 322   | 归属母公司净利润        | 11.09% | 31.31% | 31.76% | 32.18% |
| 归属母公司股东权益      | 7559   | 7786    | 8085  | 8480  | <b>获利能力</b>     |        |        |        |        |
| <b>负债和股东权益</b> | 24378  | 25077   | 26245 | 28391 | 毛利率             | 24.11% | 24.50% | 24.50% | 24.40% |
|                |        |         |       |       | 净利率             | 0.92%  | 1.07%  | 1.23%  | 1.41%  |
| <b>现金流量表</b>   |        |         |       |       | ROE             | 2.22%  | 2.85%  | 3.63%  | 4.60%  |
|                |        | 单位: 百万元 |       |       | ROIC            | 3.14%  | 3.68%  | 4.02%  | 4.42%  |
| 单位: 百万元        | 2019   | 2020E   | 2021E | 2022E | <b>偿债能力</b>     |        |        |        |        |
| <b>经营活动现金流</b> | 1763   | 2108    | 1859  | 2494  | 资产负债率           | 67.86% | 67.81% | 68.05% | 69.00% |
| 净利润            | 182    | 238     | 314   | 415   | 净负债比率           | 50.65% | 44.29% | 40.57% | 38.04% |
| 折旧摊销           | 796    | 696     | 731   | 746   | 流动比率            | 0.47   | 0.47   | 0.51   | 0.60   |
| 财务费用           | 322    | 404     | 378   | 363   | 速动比率            | 0.29   | 0.28   | 0.30   | 0.38   |
| 投资损失           | 2      | 2       | 3     | 3     | <b>营运能力</b>     |        |        |        |        |
| 营运资金变动         | (66)   | 1180    | 949   | 1266  | 总资产周转率          | 0.87   | 0.90   | 1.00   | 1.08   |
| 其它             | 527    | (413)   | (516) | (298) | 应收帐款周转率         | 202.77 | 190.35 | 213.36 | 214.31 |
| <b>投资活动现金流</b> | (3100) | (928)   | (827) | (820) | 应付帐款周转率         | 4.14   | 4.02   | 3.95   | 3.97   |
| 资本支出           | (798)  | (300)   | (300) | (300) | <b>每股指标(元)</b>  |        |        |        |        |
| 长期投资           | (1458) | (72)    | 13    | 15    | 每股收益            | 0.20   | 0.26   | 0.35   | 0.46   |
| 其他             | (844)  | (556)   | (540) | (535) | 每股经营现金          | 2.04   | 2.44   | 2.15   | 2.89   |
| <b>筹资活动现金流</b> | 1314   | (1245)  | (664) | (157) | 每股净资产           | 8.75   | 9.01   | 9.36   | 9.82   |
| 短期借款           | 1670   | (769)   | (310) | 197   | <b>估值比率</b>     |        |        |        |        |
| 长期借款           | 1509   | 0       | 0     | 0     | P/E             | 67.04  | 51.05  | 38.75  | 29.32  |
| 其他             | (1866) | (477)   | (354) | (354) | P/B             | 1.53   | 1.49   | 1.43   | 1.37   |
| <b>现金净增加额</b>  | (23)   | (66)    | 367   | 1518  | EV/EBITDA       | 10.60  | 12.86  | 11.58  | 9.90   |
|                |        |         |       |       |                 |        |        |        |        |
|                |        |         |       |       |                 |        |        |        |        |
|                |        |         |       |       |                 |        |        |        |        |

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。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。

本公司的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。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区太平金融大厦 14 楼

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>