

投资评级 **优于大市** 首次覆盖

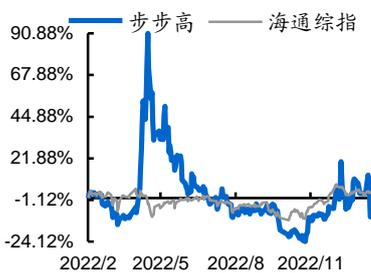
国资入场，未来可期

股票数据

01月31日收盘价(元)	6.03
52周股价波动(元)	4.88-13.38
总股本/流通A股(百万股)	864/864
总市值/流通市值(百万元)	5209/5209

相关研究

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-16.4	-2.0	20.4
相对涨幅(%)	-24.9	-11.0	1.8

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 汪立亭

Tel: (021) 23219399

Email: wanglt@haitong.com

证书: S0850511040005

分析师: 李宏科

Tel: (021) 23154125

Email: lkh11523@haitong.com

证书: S0850517040002

联系人: 毛弘毅

Tel: (021) 23219583

Email: mhy13205@haitong.com

投资要点:

公司1月16日发布公告, 1月11日, 步步高集团与湘潭产投投资签署了《股份转让协议》《表决权放弃协议》, 步步高集团将8639万股(占公司总股本10%)以协议转让方式转让给湘潭产投投资, 转让价款合计5.18亿元, 折合每股转让价格6元; 步步高集团将放弃其剩余所持全部2.16亿股(占公司总股本24.99%)对应的表决权。权益变动完成后, 湘潭产投投资将成为上市公司的控股股东, 湘潭市国资委将成为上市公司实际控制人。

同时公司发布2022年业绩预告, 预计2022年归母净亏13亿元-19.5亿元, 2021年归母净亏1.84亿元; 预计2022年扣非归母净亏12亿元-18亿元, 2021年扣非归母净亏4.44亿元。

简评及投资建议:

1. 股份转让及表决权放弃事项意在引入国有资产及产业背景的控股股东, 充分发挥上市公司与国有企业之间的资源互补和协同效应, 以国有企业的产业资源背景为上市公司赋能, 推进上市公司的战略性发展。交易完成后, 将进一步优化步步高法人治理结构, 提高公司经营及管理效率, 促进持续稳定发展。

2. 2022年公司亏损增加主因受疫情常态化影响, 居民消费复苏缓慢, 加之渠道竞争激烈, 公司经营内外环境面临较大压力。公司战略重大调整: 除购物中心和百货店外, 自2022年四季度开始, 通过关停并转从四川市场全面退出, 江西市场大幅收缩至新余、萍乡、宜春三地(临近湖南的城市); 湖南、广西两省也同步关停并转低效亏损门店。一般而言超市关闭门店将产生一次性损失, 主要包括合同解约损失、装修等长期待摊费用摊余价值的一次性摊销、不可转移的固定资产净值损失、经营商户解约损失、存货损失、员工安置补偿支出等。

我们认为, 近年来受疫情和渠道竞争的双重冲击, 公司虽经营承压, 仍延续2018年来做减法甩包袱的战略, 门店调优后甩包袱, 2023年将轻装上阵, 聚焦主业, 低谷渐过; 湘潭国资入主提升综合实力, 有望优化财务状况, 强化持续经营能力, 助力公司把握行业复苏机遇。

更新盈利预测。 预计公司2022-2024年收入各96.78亿元、88.63亿元、93.21亿元, 同比增长-27.6%、-8.4%、5.2%; 归母净利润各-17.64亿元、0.13亿元、1.09亿元, 同比增长-857.9%、100.7%、754.5%。考虑到公司重大战略调整优化业务结构, 以及拟推进实控人变为湘潭国资委以提升公司综合实力等, 给予2023年0.7-0.8倍PS, 对应合理市值区间62亿-71亿元, 合理价值区间7.18-8.21元, 首次给以“优于大市”投资评级。

风险提示: 行业竞争加剧, 减亏进展的不确定性, 资本开支压力持续。

主要财务数据及预测

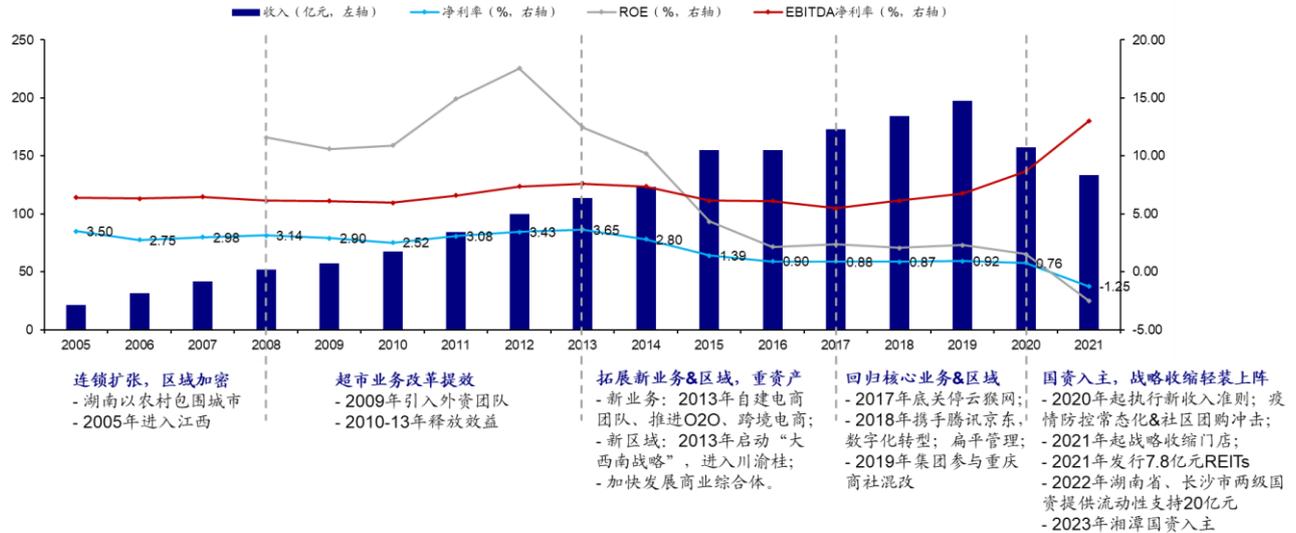
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万)	15736	13361	9678	8863	9321
(+/-)YoY(%)	-20.2%	-15.1%	-27.6%	-8.4%	5.2%
净利润(百万元)	112	-184	-1764	13	109
(+/-)YoY(%)	-35.4%	-264.8%	-857.9%	100.7%	754.5%
全面摊薄EPS(元)	0.13	-0.21	-2.04	0.01	0.13
毛利率(%)	30.6%	34.0%	33.8%	35.0%	35.3%
净资产收益率(%)	1.5%	-2.5%	-32.1%	0.2%	2.0%

资料来源: 公司年报(2020A-2021A), 海通证券研究所
 备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

步步高 2003 年成立，前身为湘潭开源商业有限公司，2008 年 IPO，截至 1H22，在湖南、广西、江西、四川等地开设门店数 367 家，其中超市 322 家（含家电）、百货 45 家，共 497 万平米。受拓展川渝、电商投入、商业地产重资本开支及副业等拖累，2016-18 年公司净利率均不超 1%、ROE 下滑至 2% 左右。

公司 2018 年以来同时推进加、减法，以期经营提效：做减法，2018 年以来战略反思和调整，优化管理结构，剥离电商和无效副业、推进 REITs；做加法，聚焦优势区域和核心主业，以超市为主辅以购物广场高效加密扩张。但 2020 年以来，疫情影响下居民消费倾向下降，渠道竞争激烈、社区团购冲击，公司对门店进行调整，2021 年关闭 52 家门店产生的较大闭店支出也加大了亏损压力。

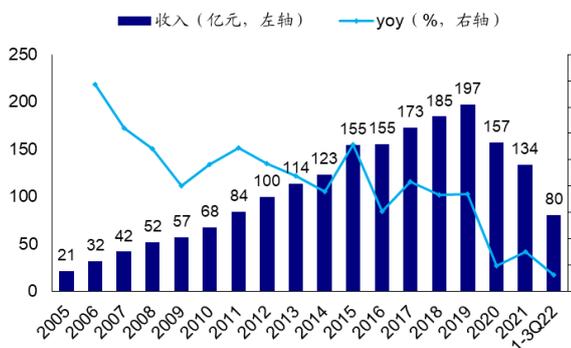
图1 公司历史发展阶段及对应的收入与净利率、ROE、EBITDA 净利率



资料来源: Wind, 公司 2009/2013/2018/2020/2021 年年报,《步步高:关于公司金星路步步高广场 REITs 产品发行的公告》, 联商网, 公司官网, 海通证券研究所

公司 2021 年收入 134 亿元同比下降 15.09%，归母净利润-1.8 亿元同比下降 265%。收入结构：分业态，超市、百货、家电、批发、物流广告和其他业务各占比 75.22%、4.47%、0.33%、0.55%、1.61%、17.82%；分地区，湖南省主营收入、外省主营收入和其他业务收入占比各 55.96%、26.22%、17.82%。2021 年亏损主因疫情影响、社区团购冲击、闭店支出、南城百货和梅西百货商誉减值计提等因素；2022 年疫情影响和渠道竞争依旧激烈，同时由于 2021 年 REITs 项目产生投资收益，1-3Q22 归母净利 0.2 亿元同比下降 90.1%，剔除非经常损益影响后，1-3Q22 扣非归母净利-0.3 亿元同比减亏 1.3 亿元。

图2 公司总收入及增速 (2005-3Q22)



资料来源: wind, 海通证券研究所

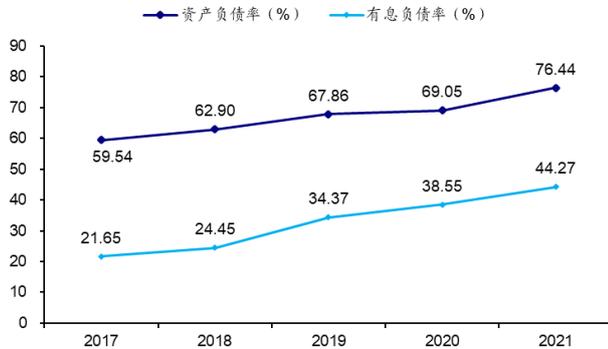
图3 公司归母净利润及增速 (2005-3Q22)



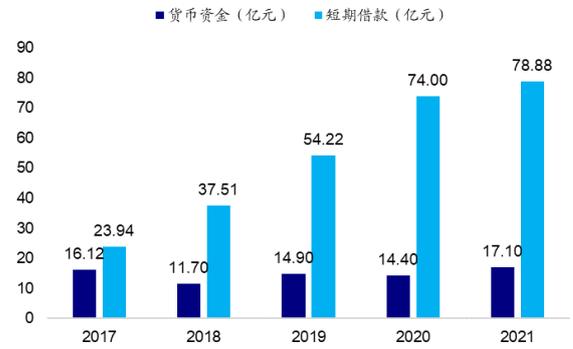
注: 2021 年归母净利润增速-265%, 1-3Q22 归母净利增速-90%
资料来源: wind, 海通证券研究所

经营亏损的同时, 公司流动性压力加大。2017-2021 年, 公司资产负债率由 59.54%

增长到 76.44%，有息负债率由 21.65% 增长到 44.27%；短期借款由 23.94 亿元增长到 78.88 亿元，而 2021 年公司货币资金仅 17.1 亿元，面临较大缺口。2022 年 6 月，兴湘集团、湖南麓谷发展集团两家国资企业分别与步步高签订《意向协议》，将向步步高提供流动性资金支持 20 亿元。我们认为，此次股份转让后，湘潭国资的入主，有望在资金与资源方面给予步步高有效帮助。

图4 公司资产负债率和有息负债率(%, 2017-2021)


资料来源: Wind, 海通证券研究所

图5 公司货币资金和短期负债(亿元, 2017-2021)


资料来源: Wind, 海通证券研究所

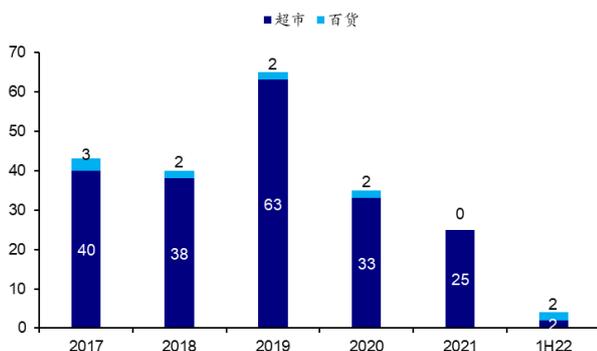
疫情后加大门店调整力度，收缩区域布局。公司 2014 年收购广西零售龙头南城百货，成为区域第 1；2017 年收购梅西商业加强布局四川；2019 年步步高集团参与重庆商社混改；1H19 收购长沙家润多 22 家门店。公司在 2017-2019 年加速开店扩张，新开门店业态主要以超市为主，区域布局重点深化湖南市场加密。2020 年以来，受疫情影响及自身所处发展周期，公司逐年收缩拓店规模，并在 2021 年开始加大门店调整力度，4Q22 公司战略重大调整：除购物中心和百货店外，通过关停并转从四川市场全面退出，江西市场大幅收缩；湖南、广西两省也同步关停并转低效亏损门店。

图6 公司门店数及分业态结构(家, 2014-1H22)

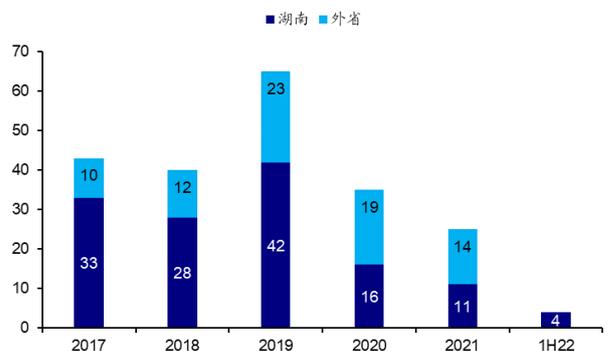

资料来源: 公司 2014-2021 年年报, 2022 半年报, 海通证券研究所

图7 公司开店及关店(家, 2014-1H22)


资料来源: 公司 2014-2021 年年报, 2022 半年报, 海通证券研究所

图8 公司新开店分业态(家, 2017-1H22)


资料来源: 公司 2017-2021 年年报, 2022 半年报, 海通证券研究所

图9 公司新开店分区域(家, 2017-1H22)


资料来源: 公司 2017-2021 年年报, 2022 半年报, 海通证券研究所

可比店分业态：百货坪效约为超市 90%，同店增速 2020 年超市 9.79%表现良好、百货-12.95%，百货同店大幅下降主因疫情影响 1 月下旬相继停业。可比店分区域：外省坪效约为湖南省 60%，湖南省同店增速表现较为稳定，2020 年同店 2.7%较优，外省同店增速 2017-2019 年较弱、2020 年转正。

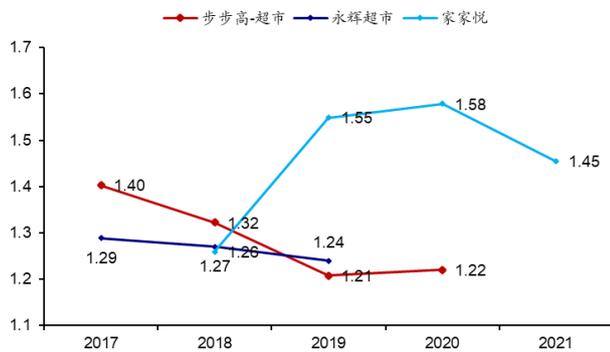
表 1 公司分业态/分地区可比门店坪效/同店增速

	坪效 (元/平米/年)				同店增速 (%)					
	2017	2018	2019	2020	2017	2018	2019	2020		
分业态	超市 (含家电)	14027	13222	12078	12202	超市 (含家电)	0.07%	-1.06%	0.71%	9.79%
	百货	11877	11588	13102	10871	百货	2.24%	0.50%	1.02%	-12.95%
	百货/超市	85%	88%	108%	89%	超市-百货	-2.17%	-1.56%	-0.31%	22.74%
分地区	湖南省	15736	15356	14447	13608	湖南省	3.23%	1.32%	2.14%	2.70%
	外省	9182	9174	9172	9061	外省	-5.28%	-5.23%	-2.20%	0.73%
	外省/湖南	58%	60%	63%	67%	湖南-外省	8.51%	6.55%	4.34%	1.97%

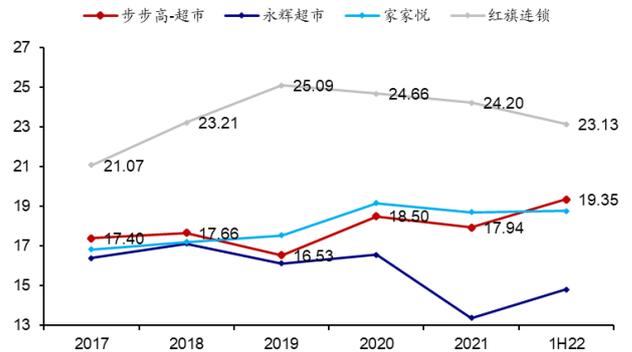
注：便于可比，2020 年坪效为总额法

资料来源：公司 2017-2020 年年报，海通证券研究所

对标同业，效率提升空间大。坪效：2017-2020 年，公司超市业态可比店坪效由 1.4 万元/平米/年逐年下降至 1.2 万元/平米/年左右，下降后坪效略低于永辉、远低于家家悦。毛利率：2017-2021 年，公司超市主营毛利率由 17.4%提升至 17.94%，毛利率高于永辉、略低于家家悦，但公司生鲜占比也低于后两者。

图 10 A 股超市可比店坪效对比 (万元/平米/年, 2017-1H22)


资料来源：各公司 2017-2021 年年报，2022 半年报，海通证券研究所

图 11 A 股超市毛利率对比 (% , 2017-1H22)


资料来源：各公司 2017-2021 年年报，2022 半年报，海通证券研究所

更新盈利预测。预计 2022-2024 年收入各 96.78 亿元、88.63 亿元、93.21 亿元，同比增长-27.6%、-8.4%、5.2%；归母净利润各-17.64 亿元、0.13 亿元、1.09 亿元，同比增长-857.9%、100.7%、754.5%。考虑到公司重大战略调整优化业务结构，以及拟推进实控人变为湘潭国资委以提升综合实力等，给予 2023 年 0.7-0.8 倍 PS，对应合理市值区间 62 亿-71 亿元，合理价值区间 7.18-8.21 元，首次给以“优于大市”投资评级。

表 2 步步高收入分项预测 (百万元, 2019-2024E)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总收入(百万元)	19725	15736	13361	9678	8863	9321
yoy	6.88%	-20.23%	-15.09%	-27.56%	-8.42%	5.17%
毛利率 (%)	24.35%	30.58%	34.02%	33.81%	35.04%	35.29%
利息收入	64	98	105	110	115	121
其他业务						
收入 (百万元)	2359	2165	2362	1852	1693	1781
yoy	21.66%	-8.22%	9.11%	-21.59%	-8.57%	5.17%

毛利率 (%)	83.72%	88.58%	90.29%	80.00%	82.00%	82.00%
主营业务						
收入 (百万元)	17303	13473	10894	7716	7055	7420
yoy	5.13%	-22.13%	-19.14%	-29.17%	-8.57%	5.17%
主营毛利率 (%)	15.98%	20.76%	21.19%	21.79%	22.71%	23.02%

资料来源: 公司 2019-2021 年年报, 海通证券研究所

表 3 可比公司估值 (倍)

简称	永辉超市	家家悦	红旗连锁	中百集团
PE (倍, 2023E)	46	20	13	2585
PS (倍, 2023E)	0.31	0.36	0.67	0.28

资料来源: 股价选取日期为 2023.1.31, 盈利预测取 Wind 一致预期, 海通证券研究所

财务报表分析和预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E	利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
每股指标 (元)					营业总收入	13361	9678	8863	9321
每股收益	-0.21	-2.04	0.01	0.13	营业成本	8820	6406	5758	6032
每股净资产	8.41	6.37	6.28	6.31	毛利率%	34.0%	33.8%	35.0%	35.3%
每股经营现金流	3.79	-0.26	0.24	1.58	营业税金及附加	162	97	89	93
每股股利	0.10	0.00	0.10	0.10	营业税金率%	1.2%	1.0%	1.0%	1.0%
价值评估 (倍)					营业费用	3696	3072	2395	2464
P/E	-28.20	-2.94	407.83	47.73	营业费用率%	27.7%	31.7%	27.0%	26.4%
P/B	0.71	0.94	0.96	0.95	管理费用	370	311	233	247
P/S	0.39	0.54	0.59	0.56	管理费用率%	2.8%	3.2%	2.6%	2.7%
EV/EBITDA	11.84	18.41	13.03	12.68	EBIT	329	-231	371	472
股息率%	1.7%	0.0%	1.7%	1.7%	财务费用	538	573	507	486
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	4.0%	5.9%	5.7%	5.2%
毛利率	34.0%	33.8%	35.0%	35.3%	资产减值损失	-77	-300	0	0
净利润率	-1.4%	-18.2%	0.1%	1.2%	投资收益	392	3	3	3
净资产收益率	-2.5%	-32.1%	0.2%	2.0%	营业利润	196	-1007	-4	123
资产回报率	-0.6%	-5.9%	0.0%	0.4%	营业外收支	-222	-10	20	20
投资回报率	9.5%	-1.9%	1.5%	1.8%	利润总额	-26	-1017	16	143
盈利增长 (%)					EBITDA	1563	1083	1443	1451
营业收入增长率	-15.1%	-27.6%	-8.4%	5.2%	所得税	140	712	2	29
EBIT 增长率	-42.9%	-170.3%	260.7%	27.1%	有效所得税率%	-535.0%	-70.0%	15.0%	20.0%
净利润增长率	-264.8%	-857.9%	100.7%	754.5%	少数股东损益	18	35	1	6
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	-184	-1764	13	109
资产负债率	76.4%	80.3%	79.6%	79.6%	资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
流动比率	0.27	0.17	0.25	0.28	货币资金	1710	351	1182	1345
速动比率	0.17	0.12	0.18	0.20	应收账款及应收票据	292	318	259	284
现金比率	0.09	0.02	0.08	0.09	存货	1575	526	789	992
经营效率指标					其它流动资产	1418	1617	1648	1830
应收账款周转天数	7.97	12.00	10.66	11.10	流动资产合计	4994	2813	3877	4450
存货周转天数	65.19	30.00	50.00	60.00	长期股权投资	22	20	20	20
总资产周转率	0.41	0.32	0.31	0.33	固定资产	2790	5166	6083	6390
固定资产周转率	4.79	1.87	1.46	1.46	在建工程	3906	1562	705	362
					无形资产	2651	1547	1476	1404
现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	非流动资产合计	27349	27152	24670	24181
净利润	-184	-1764	13	109	资产总计	32343	29965	28547	28631
少数股东损益	18	35	1	6	短期借款	7888	7388	7388	7388
非现金支出	1330	1614	1072	979	应付票据及应付账款	4227	3334	2951	3108
非经营收益	288	495	400	382	预收账款	0	0	0	0
营运资金变动	1819	-606	-1279	-114	其它流动负债	6211	5674	5013	5152
经营活动现金流	3271	-226	207	1361	流动负债合计	18326	16397	15353	15648
资产	-2570	440	-491	-387	长期借款	1571	2351	2351	2351
投资	314	-1817	2010	10	其它长期负债	4826	5326	5026	4786
其他	93	3	3	3	非流动负债合计	6397	7677	7377	7137
投资活动现金流	-2163	-1374	1521	-374	负债总计	24724	24075	22730	22785
债权募资	-503	780	-300	-240	实收资本	864	864	864	864
股权募资	0	0	0	0	归属于母公司所有者权益	7263	5499	5426	5448
其他	-475	-538	-597	-584	少数股东权益	356	391	392	397
融资活动现金流	-977	242	-897	-824	负债和所有者权益合计	32343	29965	28547	28631
现金净流量	130	-1358	830	163					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 01 月 31 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2021A), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

汪立亭 批发与零售贸易行业, 社会服务行业
李宏科 批发和零售贸易行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息, 本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解, 清晰准确地反映了作者的研究观点, 结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司: 小商品城, 爱美客, 千味央厨, 京东集团-SW, 天目湖, 广州酒家, 东软教育, 首旅酒店, 富森美, 中国东方教育, 华熙生物, 九毛九, 海伦司, 永辉超市, 海底捞, 安克创新, 贝泰妮, 重庆百货, 复星旅游文化, 周大生, 百胜中国, 美团-W, 雍禾医疗, 老凤祥, 锦江酒店, 王府井, 新东方在线, 丸美股份, 力量钻石, 红旗连锁

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准, 报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10% 以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于 -10% 及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准; 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。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10% 以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平 -10% 与 10% 之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 -10% 以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司 (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。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。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考, 不构成投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下, 海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经海通证券研究所书面授权, 本研究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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容, 务必联络海通证券研究所并获得许可, 并需注明出处为海通证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 海通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。