

强烈推荐-A (维持)

步步高 002251.SZ

当前股价: 7.42 元

2021 年 04 月 26 日

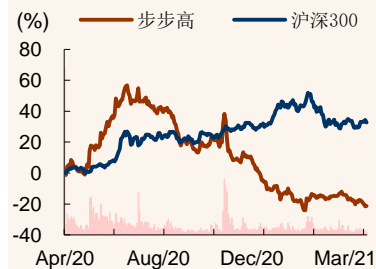
超市稳步增长，数字化运营持续推进

基础数据

上证综指	3441
总股本(万股)	86390
已上市流通股(万股)	86390
总市值(亿元)	64
流通市值(亿元)	64
每股净资产(MRQ)	8.5
ROE(TTM)	1.5
资产负债率	69.1%
主要股东	步步高投资集团股份
主要股东持股比例	33.99%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-8	-35	-20
相对表现	-10	-44	-54



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《步步高(002251)——疫情冲击短期业绩承压,全渠道运营数字化提速》2020-10-29
- 2、《步步高(002251)——Q2 业绩恢复正增长,数字化进程加快》2020-08-28
- 3、《步步高(002251)——步步高深度报告》2020-06-09

丁浙川

dingzhechuan@cmschina.com.cn  
S1090519070002

李秀敏

lixiumin1@cmschina.com.cn  
S1090520070003

研究助理

徐锡联

xuxilian@cmschina.com.cn

**事件:** 步步高发布 2020 年年报, 公司实现营业收入 156.38 亿元, 同比下降 20.47%, 可比口径下营业收入同比增长 3.66%; 实现归母净利润 1.12 亿元, 同比下降 35.35%。公司积极投入供应链升级与数字化转型夯实竞争力, 看好公司长期发展。

□ **门店扩张略有放缓, 超市同店增速接近 10%。**报告期内公司实现营业收入 156.38 亿元, 同比下降 20.47%, 可比口径下营业收入同比增长 3.66%; 实现归母净利润 1.12 亿元, 同比下降 35.35%。四季度公司实现营业收入 5.59 亿元, 同比下降 88.51%, 实现归母净利润-0.58 亿元, 同比下降 8.12%。报告期内公司新开超市门店 33 家, 关闭 12 家, 净增 21 家, 开店数量较去年有所下降(2018/2019 分别净增门店 23 家/58 家), 报告期末共有超市门店 369 家, 可比同店增速 9.79%。新开百货门店 2 家, 截止报告期末共有百货门店 51 家, 可比同店增速-12.95%。

□ **受收入口径调整影响, 毛利率及费用率提升。**报告期内公司综合毛利率为 30.14%, 同比+6.03pct, 分业态看超市毛利率为 18.14%, 同比+1.61pct; 百货受收入确认口径的影响, 毛利率为 78.92%, 同比+64.36pct。公司期间费用率为 28.85%, 同比+6.35pct, 其中销售/管理/财务费用率分别为 24.15%/2.29%/2.41%, 分别同比+5.20pct/+0.37pct/+0.77pct。报告期内公司净利率为 0.76%, 同比-0.16pct。四季度公司综合毛利率为 214.23%, 同比+190.63pct, 净利率为-10.17%, 同比-8.90pct, 销售、管理、财务费用率分别为 180.90%/15.72%/18.35%, 分别同比+160.70pct/+13.49pct/+16.28pct。

□ **积极推进数字化转型和供应链改革, 利润率有望持续提升。**2020 年公司进行了门店数字化运营试点工作, 取得试点门店销售与利润的两位数增长。同时, 公司聚焦以生鲜加工为核心的生鲜供应链变革, 生鲜加工板块通过打造核心单品、推出大师菜、春节盆菜等应时应季菜、发展线上、拓展大客户业务等举措, 年度销售收入仍然保持和去年持平。看好公司数字化+供应链发展战略下净利率的持续回升。

□ **投资建议:** 预计公司 2021~2023 年分别实现归母净利润 1.53/1.73/1.96 亿元。公司明确战略发展方向, 积极投入供应链升级与数字化转型夯实竞争力, 看好公司长期发展, 维持“强烈推荐-A”评级。

□ **风险提示:** 行业竞争日趋激烈; 数字化转型不达预期。

财务数据与估值

会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营收入(百万元)	19725	15736	16916	18300	20028
同比增长	7%	-20%	7%	8%	9%
营业利润(百万元)	226	152	194	218	245
同比增长	-6%	-33%	28%	12%	13%
净利润(百万元)	173	113	153	173	196
同比增长	11%	-35%	36%	13%	13%
每股收益(元)	0.20	0.13	0.18	0.20	0.23
PE	37.1	56.9	41.9	37.0	32.7
PB	.8	.9	.9	.8	.8

资料来源: 公司数据、招商证券

表 1: 公司各季度业绩情况 (单位: 百万)

	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4
营业收入	5,618.86	4,451.58	4,729.92	4,861.03	5,516.01	4,835.52	4,727.49	558.54
营业成本	4,289.35	3,300.97	3,617.07	3,714.13	4,302.17	3,692.51	3,567.33	-638.01
毛利润	1,329.51	1,150.61	1,112.86	1,146.90	1,213.84	1,143.01	1,160.17	1,196.56
销售税金	31.82	31.58	39.98	43.41	29.80	21.82	31.05	33.39
销售费用	905.18	907.56	930.74	981.59	891.41	909.37	964.89	1,010.38
管理费用	93.37	88.66	86.38	108.57	96.80	85.52	88.26	87.82
财务费用	63.23	73.20	85.25	100.34	90.67	81.98	101.94	102.47
投资收益	1.31	-2.77	-0.50	-0.12	0.03	0.06	-1.07	-1.04
资产减值损失	-0.85	-1.00	-1.44	-41.90	-0.88	0.74	-0.83	-20.87
营业利润	251.72	73.46	-16.47	-82.95	134.54	85.07	3.49	-72.58
营业外收入	3.83	5.65	5.70	7.97	1.17	4.29	3.35	9.79
营业外支出	7.65	6.12	1.39	7.44	1.50	1.95	1.62	25.66
利润总额	247.90	72.98	-12.16	-82.42	134.22	87.41	5.22	-88.45
所得税	56.64	9.22	-0.13	-21.04	31.43	18.10	1.01	-31.67
净利润	191.25	63.76	-12.03	-61.38	102.79	69.31	4.21	-56.78
少数股东权益	5.58	2.41	-0.56	1.38	2.43	3.37	1.14	0.87
归母净利润	185.68	61.36	-11.46	-62.75	100.36	65.94	3.07	-57.66

资料来源: wind, 招商证券

表 2: 公司各季度利润率情况 (%)

	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4
毛利率	23.66	25.85	23.53	23.59	22.01	23.64	24.54	214.23
销售费用率	16.11	20.39	19.68	20.19	16.16	18.81	20.41	180.90
管理费用率	1.66	1.99	1.83	2.23	1.75	1.77	1.87	15.72
财务费用率	1.13	1.64	1.80	2.06	1.64	1.70	2.16	18.35
营业利润率	4.48	1.65	-0.35	-1.71	2.44	1.76	0.07	-12.99
净利率	3.40	1.43	-0.25	-1.26	1.86	1.43	0.09	-10.17
所得税率	22.85	12.63	1.10	25.53	23.42	20.71	19.32	35.80

资料来源: wind, 招商证券

## 附：财务预测表

## 资产负债表

单位: 百万元	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	6386	5613	6144	6478	7272
现金	1490	1440	1677	1653	1983
交易性投资	0	6	6	6	6
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	123	153	146	158	173
其它应收款	20	0	0	0	0
存货	2547	1884	2022	2183	2395
其他	2206	2131	2293	2479	2715
<b>非流动资产</b>	17992	18938	18521	18187	17922
长期股权投资	7	29	29	29	29
固定资产	4598	4928	5245	5538	5809
无形资产	3748	3930	3537	3183	2865
其他	9639	10051	9710	9437	9219
<b>资产总计</b>	<b>24378</b>	<b>24551</b>	<b>24665</b>	<b>24666</b>	<b>25194</b>
<b>流动负债</b>	13465	14782	14732	14594	14964
短期借款	5422	7400	7275	6722	6548
应付账款	4292	3191	3440	3714	4074
预收账款	1407	1450	1563	1687	1851
其他	2345	2741	2454	2470	2491
<b>长期负债</b>	3079	2171	2171	2171	2171
长期借款	2494	1763	1763	1763	1763
其他	584	408	408	408	408
<b>负债合计</b>	<b>16544</b>	<b>16953</b>	<b>16903</b>	<b>16765</b>	<b>17135</b>
股本	864	864	864	864	864
资本公积金	3626	3326	3326	3326	3326
留存收益	3069	3124	3277	3404	3549
少数股东权益	275	284	295	307	320
归属于母公司所有者权益	7559	7314	7467	7594	7739
<b>负债及权益合计</b>	<b>24378</b>	<b>24551</b>	<b>24665</b>	<b>24666</b>	<b>25194</b>

## 现金流量表

单位: 百万元	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	1763	1349	1298	1209	1191
净利润	173	113	153	173	196
折旧摊销	796	850	1102	1019	951
财务费用	341	405	50	50	50
投资收益	2	2	(102)	(102)	(102)
营运资金变动	400	67	84	54	79
其它	52	(88)	11	15	17
<b>投资活动现金流</b>	(3100)	(1738)	(584)	(584)	(584)
资本支出	(2579)	(1786)	(686)	(686)	(686)
其他投资	(521)	48	102	102	102
<b>筹资活动现金流</b>	1314	(17)	(476)	(649)	(276)
借款变动	1947	748	(426)	(553)	(174)
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	(226)	(300)	0	0	0
股利分配	(86)	(86)	0	(46)	(52)
其他	(321)	(379)	(50)	(50)	(50)
<b>现金净增加额</b>	<b>(23)</b>	<b>(406)</b>	<b>237</b>	<b>(24)</b>	<b>331</b>

## 利润表

单位: 百万元	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	19725	15736	16916	18300	20028
营业成本	14922	10924	11776	12714	13947
营业税金及附加	147	116	169	183	200
营业费用	3725	3776	4271	4639	5037
管理费用	377	358	457	494	541
研发费用	26	27	51	55	60
财务费用	322	377	50	50	50
资产减值损失	(54)	(46)	(50)	(50)	(50)
公允价值变动收益	33	22	22	22	22
其他收益	42	68	80	80	80
<b>投资收益</b>	(2)	(49)	0	0	0
营业利润	226	152	194	218	245
营业外收入	23	19	19	19	19
<b>营业外支出</b>	23	31	31	31	31
利润总额	226	139	182	206	233
所得税	45	19	18	21	23
少数股东损益	9	8	11	12	14
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>173</b>	<b>113</b>	<b>153</b>	<b>173</b>	<b>196</b>

## 主要财务比率

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>年成长率</b>					
营业收入	7%	-20%	7%	8%	9%
营业利润	-6%	-33%	28%	12%	13%
净利润	11%	-35%	36%	13%	13%
<b>获利能力</b>					
毛利率	24.4%	30.6%	30.4%	30.5%	30.4%
净利率	0.9%	0.7%	0.9%	0.9%	1.0%
ROE	2.3%	1.5%	2.0%	2.3%	2.5%
ROIC	2.7%	2.8%	1.3%	1.5%	1.6%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	67.9%	69.1%	68.5%	68.0%	68.0%
净负债比率	34.4%	38.6%	36.6%	34.4%	33.0%
流动比率	0.5	0.4	0.4	0.4	0.5
速动比率	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
<b>营运能力</b>					
资产周转率	0.8	0.6	0.7	0.7	0.8
存货周转率	6.2	4.9	6.0	6.0	6.1
应收帐款周转率	199.0	114.0	113.0	121.0	121.0
应付帐款周转率	3.6	2.9	3.6	3.6	3.6
<b>每股资料 (元)</b>					
EPS	0.20	0.13	0.18	0.20	0.23
每股经营现金	2.04	1.56	1.50	1.40	1.38
每股净资产	8.75	8.47	8.64	8.79	8.96
每股股利	0.10	0.00	0.05	0.06	0.07
<b>估值比率</b>					
PE	37.1	56.9	41.9	37.0	32.7
PB	.8	.9	.9	.8	.8
EV/EBITDA	24.2	24.4	16.1	16.8	17.4

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

丁浙川，商业组首席分析师，布里斯托大学金融硕士、电子科技大学工学学士，曾任职于华泰证券零售组，2019年加入招商证券。2019-2020年Wind金牌分析师第一名。

李秀敏，商业组资深分析师，浙江大学/复旦大学金融学学士/硕士，2018年6月加入招商证券，重点覆盖本地生活、免税、餐饮、酒店板块。团队获得2019年Wind金牌分析师餐饮旅游行业第一名。2020年金牛奖休闲服务行业最佳分析团队客观量化榜单第二名。

徐锡联，上海交通大学金融硕士，上海财经大学金融工程学士，2020年加入招商证券。

## 投资评级定义

### 公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

### 公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

### 行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。