

公司研究

业绩略低于预期，团购业务发展迅速

——步步高 (002251.SZ) 2020 年年报点评

要点

公司 2020 年营收同比减少 20.47%，归母净利润同比减少 35.35%

公司公布 2020 年年报：2020 年实现营业收入 156.38 亿元；实现归母净利润 1.12 亿元，折合成全面摊薄 EPS 为 0.13 元，同比减少 35.35%；实现扣非归母净利润 0.85 亿元，同比减少 27.85%。

单季度拆分来看，4Q2020 实现归母净利润-0.58 亿元，折合成全面摊薄 EPS 为 -0.07 元；实现扣非归母净利润-0.52 亿元。

公司 2020 年受新收入准则影响，毛利率与费用率不具同期可比性

2020 年公司综合毛利率为 30.14%，期间费用率为 29.03%，其中，销售/管理/财务/研发费用率分别为 24.15%/2.29%/2.41%/0.18%。

4Q2020 公司单季度实现营业收入 5.59 亿元，单季度期间费用率为 216.07%，其中，销售/管理/财务/研发费用率分别为 180.90%/15.72%/18.35%/1.10%。

报告期公司按照中国证监会 2020 年 11 月 13 日发布的《监管规则适用指引—会计类第 1 号》相关规定，公司将联营收入从总额法改为净额法确认收入，对报表可比期间信息不予调整，导致营业收入大幅下降、费用率大幅增加，不具有同期可比性。若上年同期也按净额法，2020 年全年营业收入同比增长 3.66%。

疫情推动数字化进程，发力团购业务进展顺利

报告期内，截止至 2020 年 12 月底，公司实现数字化会员 2470 万。2020 年纯新客 736 万，动销率达 78%，其中超市动销数字化会员人数同比增长 19.7%；数字化会员销售额同比增长 16.7%。同时，公司大力发展团购业务。将客户网格化、动态化管理，建立业务系统数据库；全渠道拓展，食材业务、政企平台、小超市业务相互引流，公司 2020 年的团购业务收入较 2019 年同比增长 42.5%。

下调盈利预测，维持“增持”评级

公司业绩略低预期，主要受新收入准则影响，鉴于零售新租赁准则也将产生一定影响，我们下调对公司 2021/2022 年 EPS 的预测 21%/21%至 0.16/0.18 元，新增对 2023 年预测 0.20 元。公司团购业务提升有望成为公司业绩增长点，维持“增持”评级。

风险提示

跨区经营风险，新店培育成本超预期。

公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	19,661	15,638	17,888	19,771	21,503
营业收入增长率	6.87%	-20.47%	14.39%	10.53%	8.76%
净利润 (百万元)	173	112	134	155	172
净利润增长率	11.09%	-35.35%	19.97%	15.87%	11.05%
EPS (元)	0.20	0.13	0.16	0.18	0.20
ROE (归属母公司) (摊薄)	2.29%	1.53%	1.82%	2.09%	2.29%
P/E	39	60	50	43	39
P/B	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-04-20

增持 (维持)

当前价：7.71 元

作者

分析师：唐佳睿 CFA CPA(Aust.) ACCA
CAIA FRM

执业证书编号：S0930516050001

021-52523866

tangjiarui@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	8.64
总市值(亿元)	66.61
一年最低/最高(元)	7.11/15.50
近 3 月换手率	33.58%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-4.52	1.18	-44.04
绝对	-4.00	-5.99	-12.13

资料来源：Wind

相关研报

业绩符合预期，数字化能力提升驱动超市业务成长——步步高 (002251.SZ) 2020 年半年报点评 (2020-08-26)

图表 1: 公司 4Q2020 归母净利润为-5765.87 万元

	归母净利润 (万元)	归母净利润 增速 (%)	全面摊薄 EPS (元)	扣非归母净利润 (万元)	扣非归母净利润 增速 (%)	全面摊薄扣非 EPS (元)	非经常性损益 (万元)
3Q2018	-1116.54	NA	-0.01	-1867.33	NA	-0.02	750.79
4Q2018	-7609.60	NA	-0.09	-6647.03	NA	-0.08	-962.57
1Q2019	18656.72	3.96	0.22	18407.73	14.70	0.21	248.99
2Q2019	5725.76	-11.44	0.07	4866.23	15.66	0.06	859.53
3Q2019	-1123.10	NA	-0.01	-1647.84	NA	-0.02	524.75
4Q2019	-5978.09	NA	-0.07	-9830.34	NA	-0.11	3852.25
1Q2020	10036.15	-46.21	0.12	8545.57	-53.58	0.10	1490.58
2Q2020	6594.38	15.17	0.08	5001.38	2.78	0.06	1593.00
3Q2020	306.91	NA	0.00	115.72	NA	0.00	191.18
4Q2020	-5765.87	NA	-0.07	-5152.30	NA	-0.06	-613.57
TTM	11171.57	-35.35	0.13	8510.38	-27.85	0.10	2661.19

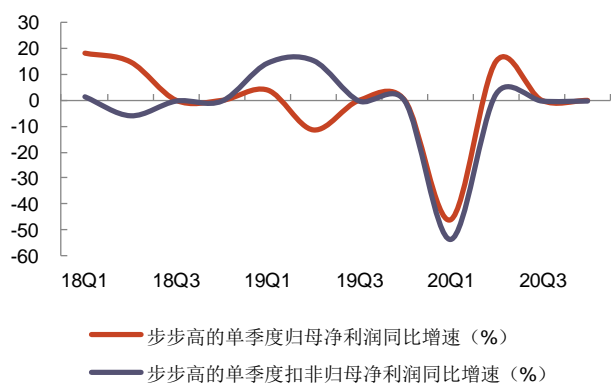
资料来源: 公司公告

图表 2: 公司 4Q2020 净利率较上年同期下降 9.08 个百分点 (收入及毛利率未做追溯调整)

	营业收入 (万元)	营业收入 增速 (%)	毛利率 (%)	毛利率同比变动 (百分点)	期间费用率 (%)	净利率 (%)	净利率同比变动 (百分点)
3Q2018	427961.16	6.32	22.25	0.66	22.67	-0.26	0.33
4Q2018	435636.63	-4.00	24.01	2.83	25.05	-1.75	-0.97
1Q2019	561886.05	2.55	23.64	1.49	18.88	3.32	0.04
2Q2019	445158.19	3.94	25.60	2.01	23.69	1.29	-0.22
3Q2019	478628.72	11.84	23.48	1.23	23.26	-0.23	0.03
4Q2019	480466.07	10.29	23.90	-0.10	25.42	-1.24	0.50
1Q2020	551601.38	-1.83	22.01	-1.63	19.69	1.82	-1.50
2Q2020	483552.36	8.62	23.64	-1.96	22.41	1.36	0.08
3Q2020	472749.49	-1.23	24.54	1.06	24.58	0.06	0.30
4Q2020	55854.34	-88.37	NA	NA	NA	-10.32	-9.08
TTM	1563757.58	-20.47	30.14	6.04	29.03	0.71	-0.16

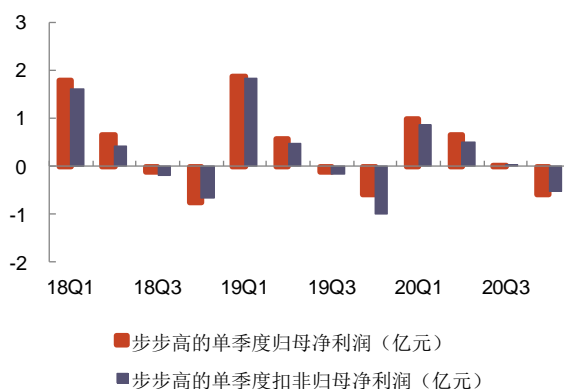
资料来源: 公司公告

图表 3: 公司单季度归母净利润和扣非净利润增速 (2018Q1-2020Q4)



资料来源: 公司公告

图表 4: 公司单季度归母净利润和扣非净利润 (2018Q1-2020Q4)



资料来源: 公司公告

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	19,661	15,638	17,888	19,771	21,503
营业成本	14,922	10,924	12,922	14,277	15,528
折旧和摊销	454	472	110	219	345
税金及附加	147	116	125	138	151
销售费用	3,725	3,776	3,864	4,280	4,636
管理费用	377	358	410	453	493
研发费用	26	27	31	35	38
财务费用	322	377	368	398	448
投资收益	-2	-2	5	5	5
营业利润	226	151	203	233	258
利润总额	226	138	203	233	258
所得税	45	19	61	70	77
净利润	182	120	142	163	180
少数股东损益	9	8	8	8	8
归属母公司净利润	173	112	134	155	172
EPS(按最新股本计)	0.20	0.13	0.16	0.18	0.20

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	1,763	1,349	1,464	1,096	1,057
净利润	173	112	134	155	172
折旧摊销	454	472	110	219	345
净营运资金增加	498	-630	-529	-173	105
其他	639	1,396	1,750	894	434
投资活动产生现金流	-3,100	-1,738	-2,082	-2,120	-2,095
净资本支出	-2,559	-1,711	-2,018	-2,050	-2,050
长期投资变化	7	29	0	0	0
其他资产变化	-548	-56	-64	-70	-45
融资活动现金流	1,314	-17	966	1,213	1,211
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	3,267	1,086	1,421	1,682	1,741
无息负债变化	125	-677	1,449	629	279
净现金流	-23	-407	349	188	173

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	24.1%	30.1%	27.8%	27.8%	27.8%
EBITDA 率	6.9%	8.8%	3.8%	4.3%	4.9%
EBIT 率	2.8%	3.4%	3.2%	3.2%	3.3%
税前净利润率	1.2%	0.9%	1.1%	1.2%	1.2%
归母净利润率	0.9%	0.7%	0.7%	0.8%	0.8%
ROA	0.7%	0.5%	0.5%	0.5%	0.6%
ROE (摊薄)	2.3%	1.5%	1.8%	2.1%	2.3%
经营性 ROIC	4.4%	4.4%	3.4%	3.3%	3.2%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	68%	69%	72%	74%	75%
流动比率	0.47	0.38	0.38	0.36	0.35
速动比率	0.29	0.25	0.23	0.23	0.22
归母权益/有息债务	0.90	0.77	0.68	0.59	0.53
有形资产/有息债务	2.23	1.99	2.00	1.92	1.84

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	24,378	24,551	27,477	29,879	31,998
货币资金	1,490	1,440	1,789	1,977	2,150
交易性金融资产	0	6	0	0	0
应收帐款	123	153	102	113	123
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	20	0	0	0	0
存货	2,547	1,884	2,455	2,570	2,640
其他流动资产	1,215	1,195	1,251	1,298	1,342
流动资产合计	6,386	5,613	6,502	6,958	7,341
其他权益工具	101	92	92	92	92
长期股权投资	7	29	29	29	29
固定资产	4,598	4,928	5,886	6,934	8,008
在建工程	642	1,025	1,819	2,414	2,861
无形资产	2,759	2,950	2,941	2,932	2,922
商誉	968	947	947	947	947
其他非流动资产	503	349	349	349	349
非流动资产合计	17,992	18,938	20,975	22,922	24,657
总负债	16,544	16,953	19,823	22,133	24,153
短期借款	5,422	7,400	8,472	9,954	11,495
应付账款	3,832	2,881	3,101	3,569	3,882
应付票据	460	310	388	428	466
预收账款	1,407	0	1,252	1,384	1,505
其他流动负债	0	2,220	2,220	2,220	2,220
流动负债合计	13,465	14,782	17,302	19,413	21,233
长期借款	2,494	1,763	1,963	2,163	2,363
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	26	28	28	28	28
非流动负债合计	3,079	2,171	2,520	2,720	2,920
股东权益	7,834	7,598	7,654	7,746	7,845
股本	864	864	864	864	864
公积金	3,926	3,940	3,954	3,969	3,987
未分配利润	1,082	1,094	1,128	1,197	1,270
归属母公司权益	7,559	7,314	7,362	7,446	7,537
少数股东权益	275	284	292	300	308

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	18.95%	24.15%	21.60%	21.65%	21.56%
管理费用率	1.92%	2.29%	2.29%	2.29%	2.29%
财务费用率	1.64%	2.41%	2.06%	2.01%	2.08%
研发费用率	0.13%	0.18%	0.18%	0.18%	0.18%
所得税率	20%	14%	30%	30%	30%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.10	0.10	0.08	0.09	0.10
每股经营现金流	2.04	1.56	1.70	1.27	1.22
每股净资产	8.75	8.47	8.52	8.62	8.72
每股销售收入	22.76	18.10	20.71	22.89	24.89

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	39	60	50	43	39
PB	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9
EV/EBITDA	9.8	10.2	16.9	15.6	14.3
股息率	1.3%	1.3%	1.1%	1.2%	1.4%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因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，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE