

强烈推荐-A (维持)

重资产的加法到重经营的加法，步步高ROE回归之路

当前股价: 11.23 元

2020 年 06 月 09 日

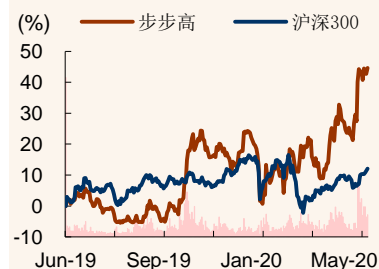
步步高深度报告

基础数据

上证综指	2956
总股本(万股)	86390
已上市流通股(万股)	86390
总市值(亿元)	97
流通市值(亿元)	97
每股净资产(MRQ)	8.9
ROE(TTM)	1.1
资产负债率	67.5%
主要股东	步步高投资集团股份
主要股东持股比例	34.99%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	7	20	43
相对表现	6	17	30



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《步步高(002251)——营收增速回升, 数字化+供应链转型成效初显》2020-04-26
- 2、《步步高(002251)——门店扩张提速, 数字化转型成效初显》2020-03-02

宁浮洁

ningfujie@cmschina.com.cn
S1090518090002

丁浙川

dingzhechuan@cmschina.com.cn
S1090519070002

研究助理

周洁

zhoujie10@cmschina.com.cn

公司战略回归主业经营, 净利率对比公司历史及行业均具备较大提升空间, 2020 年在疫情推动超市同店提升以及超市门店加速扩张的进程下, 公司营收与业绩有望进一步提升。我们维持公司“强烈推荐-A”评级。

- **西南零售龙头, 净利润有望进入加速回升阶段。**步步高为西南区域零售龙头, 2010 年体量约为永辉 1/2, 此后公司战略发展方向上偏向于重资产投入的百货并曾大力发展电商, 而对重经营的超市业态有所忽视, 导致公司费用率显著提升并拖累净利率持续下降。随着公司将顺战略关系回归超市主业经营, 从过去资产投入的加法到现在的减法, 从过去经营的减法到现在的加法, 预计公司超市开店速度与整体净利润有望进入加速回升阶段。
- **回归超市主业经营, 盈利能力具备较大提升空间。**公司借助参与重庆百货混改的契机撤离重庆市场, 经营省份由五省改为聚焦深耕湖南、广西、江西和四川四省发展, 同时剥离亏损辅业, 缩减财务投资减少利息支出, 聚焦超市主业经营, 2019 年新增超市门店 63 家, 超市门店数量同比增长 20%。2019 年公司净利率仅为 0.92%, ROE 仅为 1.97%, 对比公司历史及行业均处于较低水平, 未来净利率与 ROE 均有较大提升空间。
- **加强数字化改造供应链变革, 到家业务发展卓有成效。**公司近年来积极推进数字化改造与供应链变革, 截至 2020Q1 数字化会员已达到 1882 万人, 销售占比达到 70%, 2019 年公司数字化运营试点门店整体人效提升 30%。供应链方面, 公司聚焦以生鲜为核心的供应链变革, 2019 年超市业态生鲜销售全同比增长 18.2%。基于强大的数字化与供应链能力, 公司到家业务发展强劲, 2020Q1 公司线上销售占比已接近 15%并实现盈利。
- **投资建议:** 公司未来将以超市为主营业态加速扩张, 预计 2020-2022 年分别实现归母净利润 2.27/2.87/3.67 亿元, 对应 2020 年 PE 为 42 倍, PS 为 0.44 倍。公司回归主业经营后净利润提升空间大, 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:** 门店扩张速度不达预期; 数字化改造效果不达预期。

财务数据与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入(百万元)	18456	19725	21914	23510	25713
同比增长	7%	7%	11%	7%	9%
营业利润(百万元)	240	226	310	393	500
同比增长	9%	-6%	37%	27%	27%
净利润(百万元)	156	173	227	287	367
同比增长	3.11%	11%	31%	26%	28%
每股收益(元)	0.18	0.20	0.26	0.33	0.42
PE	62.4	56.1	42.7	33.8	26.5
PB	1.3	1.3	1.3	1.2	1.2

资料来源: 公司数据、招商证券

正文目录

一、西南零售龙头，经营质量触底回升	4
1.1 西南零售龙头，以超市为主营多业态发展	4
1.2 收入与净利润触底回升	5
1.3 公司股权相对集中，腾讯京东战略入股发展智慧零售	5
二、战略回归超市主业经营，净利率提升空间大	6
2.1 聚焦四省发展，省外业务逐步减亏	8
2.2 剥离亏损辅业，回归超市主业经营	10
三、加强数字化改造与研发投入，到家业务发展卓有成效	12
3.1 数字化会员积极推进，到家业务快速发展	12
3.2 门店数字化改造提升人效、降低损耗	13
3.3 研发投入加大力度	14
3.4 供应链持续优化，生鲜标准化提升	15
四、财务对比：人效高于行业平均，净利率提升空间大	17
五、盈利预测与估值	18

图表目录

图 1：步步高各业态门店数量（2015-2019）	4
图 2：步步高门店面积（2017-2019）	4
图 3：超市与百货可比店销售收入同比增速（2017-2019）	4
图 4：步步高分业务收入占比（2015-2019）	4
图 5：步步高各业态毛利占比（2015-2019）	5
图 6：超市与百货业态毛利率（2015-2019）	5
图 7：步步高营业收入规模与增速（2015-2019）	5
图 8：步步高归母净利润规模与增速（2015-2019）	5
图 9：步步高股权结构	6
图 10：步步高发展历程（1995-2020）	7
图 11：百货/购物中心新增门店数同业对比（2014-2019）	7
图 12：财务费用率同业对比（2014-2019）	7
图 13：步步高、永辉收入对比（亿元）	7
图 14：步步高省内外分业态门店数量（2015-2019）	8

图 15: 步步高湖南省内外营收 (亿元)	8
图 16: 南城百货与南宁百货营收情况对比 (亿元)	9
图 17: 南城百货净利润 (2015-2019)	9
图 18: 湖南省外各省营业收入 (亿元)	10
图 19: 湖南省外各省净利润 (亿元)	10
图 20: 步步高门店新增数量 (2015-2020E)	10
图 21: 步步高投资活动现金流出合计 (2014-2019)	11
图 22: 步步高财务费用 (2014-2019)	11
图 23: 步步高净利率 (2012-2019)	12
图 24: 步步高 ROE (2012-2019)	12
图 25: 步步高数字化会员 (万)	12
图 26: 到家门店数量	12
图 27: 步步高 Better 购及小步优鲜小程序	13
图 28: 样板店数字化步骤	14
图 29: 公司研发投向 (2014-2019)	15
图 30: 研发投入金额 (2015-2019)	15
图 31: 研发人数 (2015-2019)	15
图 32: 步步高自有仓库占比	16
图 33: 步步高仓库吞吐量 (亿)	16
图 34: 步步高蔬菜及水果标准件占比	16
图 35: 毛利率同业对比 (2019 年)	17
图 36: 净利率同业对比 (2019 年)	17
图 37: 存货周转天数同业对比 (2019 年)	17
图 38: ROE 同业对比 (2019 年)	17
图 39: 整体人效同业对比 (2019 年)	18
图 40: 超市可比店坪效同业对比 (2019 年)	18
表 1: 步步高地区子公司营收和净利润情况 (亿元)	9
表 2: 公司 2014-2019 年主要投资方向	11
表 3: 公司盈利预测表	18
财务预测表	19

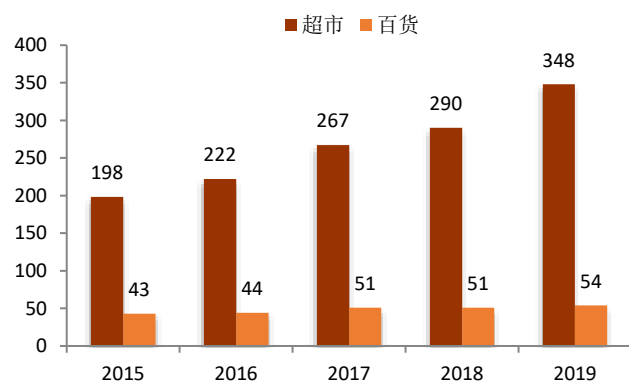
一、西南零售龙头，经营质量触底回升

1.1 西南零售龙头，以超市为主营多业态发展

步步高集团发展历史悠久，于 1995 年 3 月创立于湖南湘潭，拥有商业和置业两大核心产业，其控股子公司步步高商业连锁股份有限公司（002251.SZ）于 2008 年在深交所上市。公司立足于大西南发展，主营超市（包含家电）、百货、批发、物流及广告等多个业态及业务。从收入和占比来看，2019 年公司超市+家电收入占比最大，实现营收 129.21 亿元，占比 65.7%；百货收入 41.00 亿元，占比 20.9%。从毛利占比来看，超市业务毛利占比最大为 45.1%。

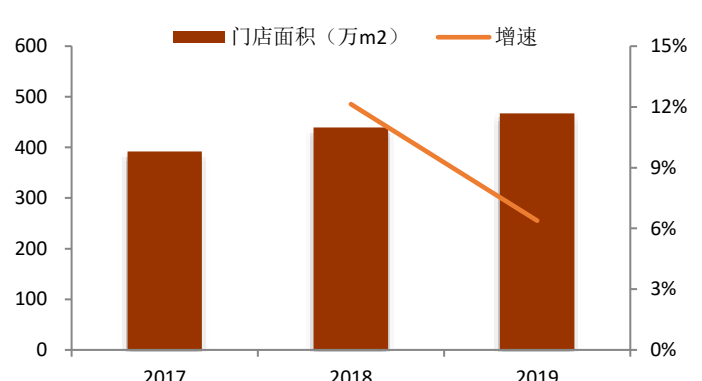
2019 年公司加速门店扩张，新开超市门店 63 家，新开百货门店 2 家，其中超市开店数量较前两年（2017/2018 分别新增门店 40 家/38 家）明显提升。截止 2019 年末，公司在湖南、广西、江西、川渝等地区开设有超市 348 家，百货 54 家，总计 402 家，面积合计约 467 万平方米。2019 年公司超市同店销售收入增长 0.18%，百货同店销售收入下降 1.41%。

图 1：步步高各业态门店数量（2015-2019）



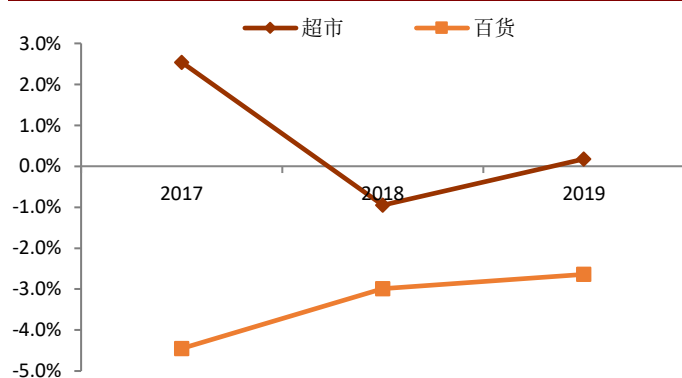
资料来源：公司公告，招商证券

图 2：步步高门店面积（2017-2019）



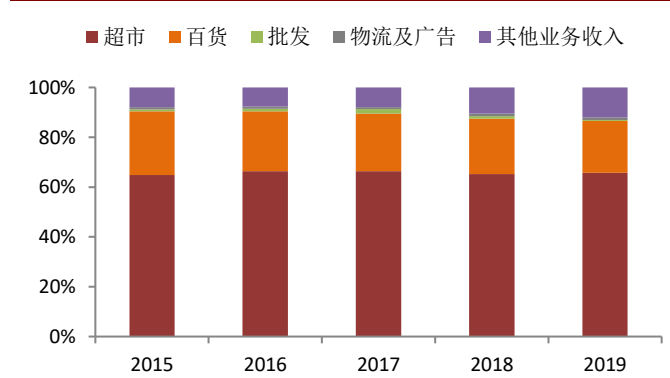
资料来源：公司公告，招商证券

图 3：超市与百货可比店销售收入同比增速（2017-2019）



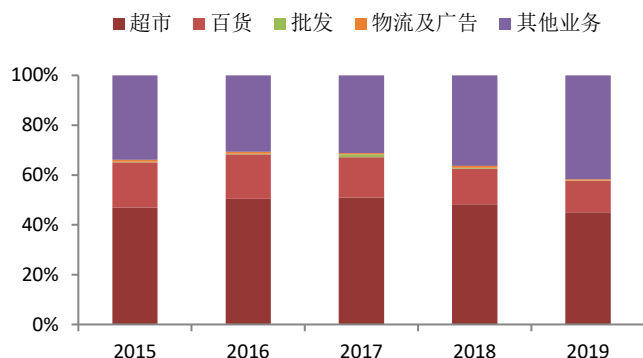
资料来源：公司公告，招商证券

图 4：步步高分业务收入占比（2015-2019）



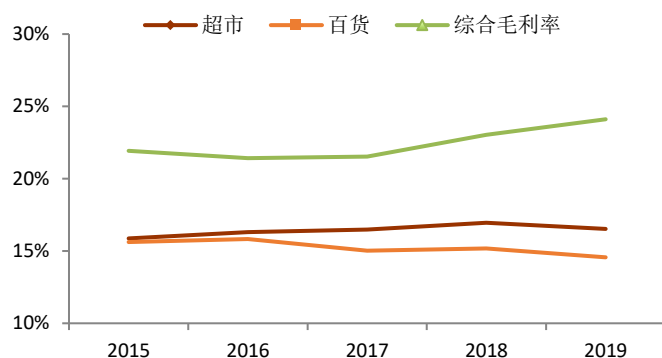
资料来源：公司公告，招商证券

图 5: 步步高各业态毛利占比 (2015-2019)



资料来源: 公司公告, 招商证券

图 6: 超市与百货业态毛利率 (2015-2019)

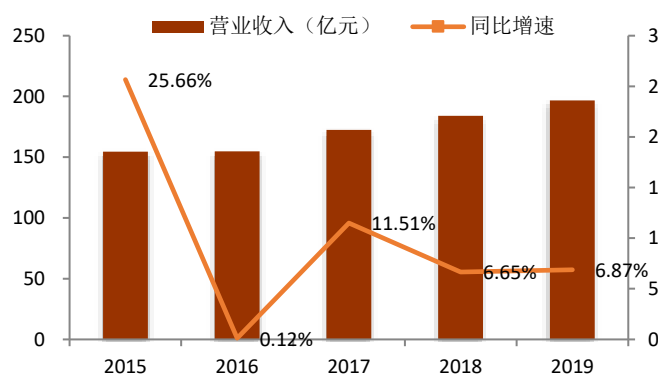


资料来源: 公司公告, 招商证券

1.2 收入与净利润触底回升

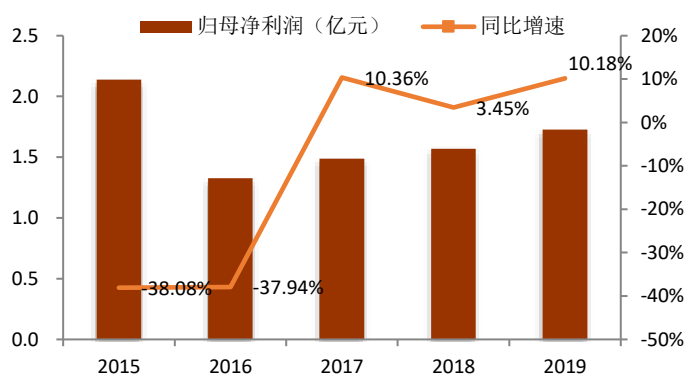
从近五年来看, 步步高的营收增幅在 2015 年达到最高 25.66%, 并在 2016 年迅速降至 0.12%, 且 2014-2016 年连续三年归母净利润增速为负, 其主要原因之一是受到公司在电商平台的投入和拓展费用的影响, 二是集团过去多年开发商业地产的前期投入压力较大, 公司围绕超市和百货开展的餐饮、服饰等辅助业态也处于亏损状态。经过公司积极调整线上和线下业务战略, 2017 年业绩开始触底回升。2019 年公司经营情况保持平稳增长态势, 实现营收 196.61 亿元, 同比增长 6.87%, 实现归母净利润 1.73 亿元, 同比增长 10.18%。

图 7: 步步高营业收入规模与增速 (2015-2019)



资料来源: 公司公告, 招商证券

图 8: 步步高归母净利润规模与增速 (2015-2019)



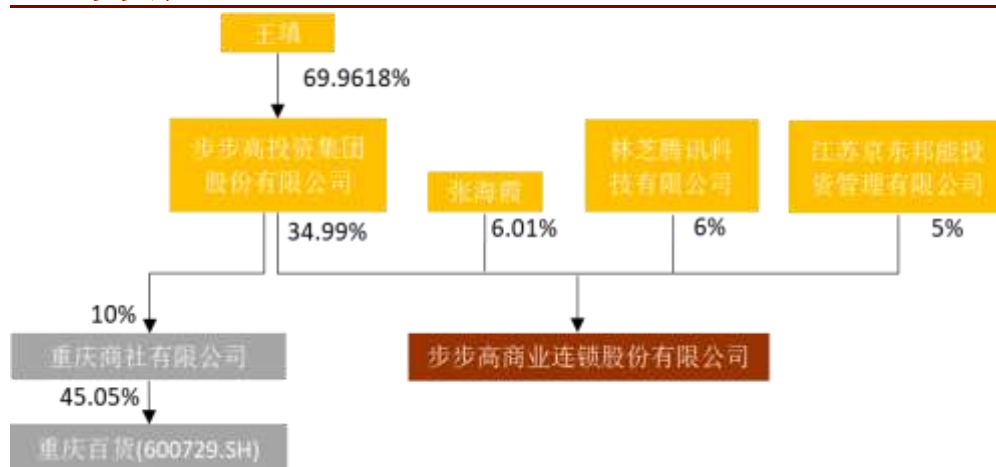
资料来源: 公司公告, 招商证券

1.3 公司股权相对集中, 腾讯京东战略入股发展智慧零售

步步高实际控制人为王填先生, 截止至 2020Q1, 王填先生通过持有步步高投资集团股份有限公司 69.96% 的股份间接持有公司 24.48% 的股份, 公司第二大股东张海霞女士 (持股 6.01%) 与王填先生为夫妻关系。2018 年公司引入战略投资者腾讯和京东共同探索智慧零售, 其中腾讯以 8.87 亿元受让公司 6% 的股份, 京东以 7.39 亿元受让公司 5% 的股份, 腾讯和京东分别为公司第四、五大股东。此外, 步步高集团于 2019 年 6

月计划以增资方式入股重庆商社 10% 股权,并于 2020 年 3 月 24 日完成正式股权转让,此后间接持有重庆百货大楼股份有限公司 4.5% 的股份。

图 9: 步步高股权结构

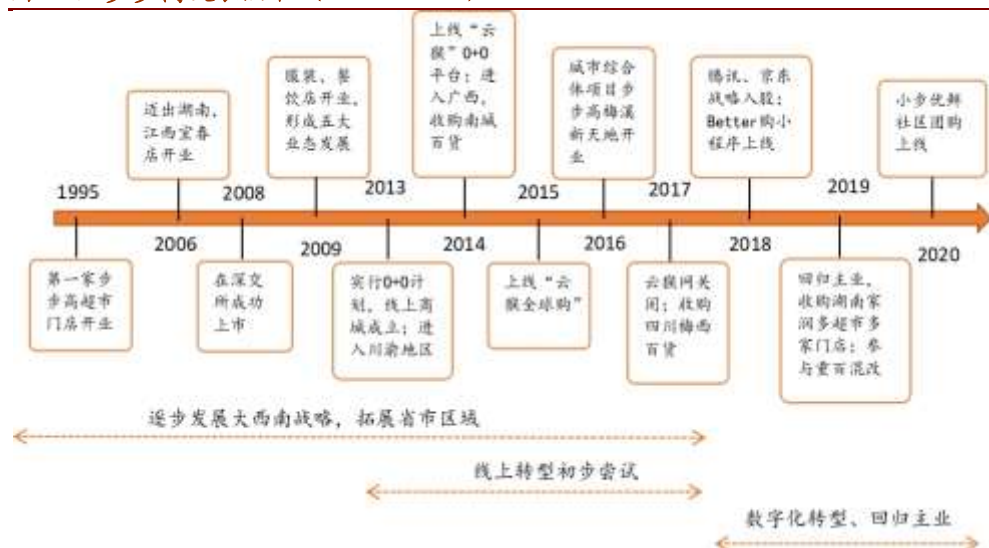


资料来源: Wind, 招商证券

二、战略回归超市主业经营，净利率提升空间大

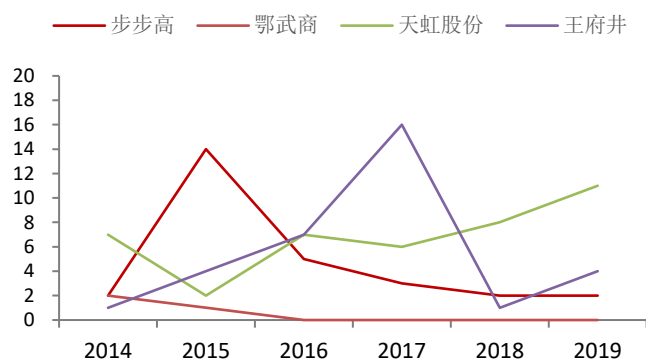
2010 年步步高收入体量约为永辉 1/2, 此后公司以重资产的百货/购物中心业态为发展重心, 并曾大力发展电商业务, 而永辉以重经营的超市业态为发展重心, 双方差距逐步拉大。期间步步高连续购建自有物业, 投入开设购物中心和城市综合体项目, 2016 年投资 50 亿建设的长沙步步高梅溪新天地项目开业。同时, 步步高从 2013 年开始转型布局线上, 以重资产投入打造基于线下实体门店的云猴大平台生态系统, 并在此基础上于 2015 年推出跨境电商业务“云猴全球购”, 并投入研发支付平台、物流平台等, 由于整体零售行业环境低迷, 以及缺乏数字化能力等原因, 2017 年云猴全球购未达预期宣布关闭。对重资产模式的电商平台投入以及自建物业的百货购物中心扩张, 导致了步步高多年以来较高的财务费用。此外, 步步高在湖南、江西、广西、四川和重庆多个省区扩张投入, 快速的门店拓展以及部分区域的持续亏损, 也进一步加重了步步高整体盈利能力的下降。

图 10: 步步高发展历程 (1995-2020)



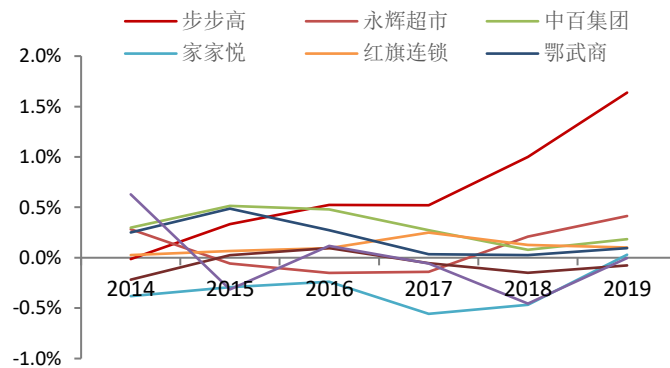
资料来源: 公司官网, 招商证券

图 11: 百货/购物中心新增门店数同业对比 (2014-2019)



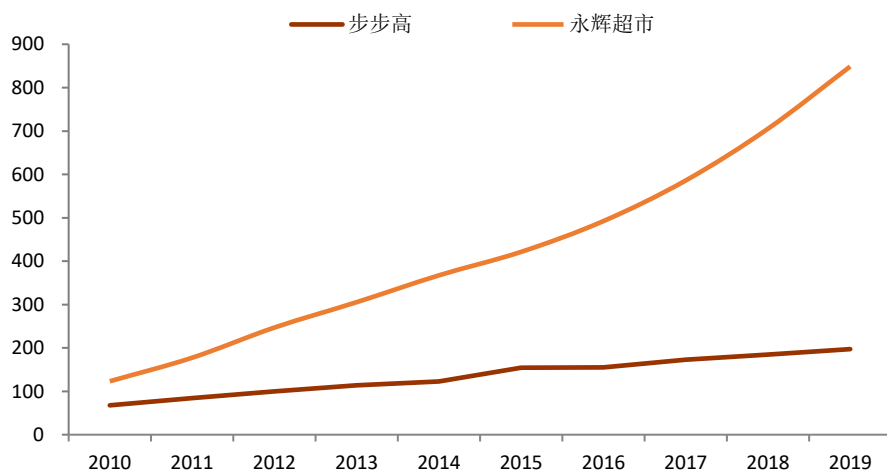
资料来源: 公司公告, 招商证券 注: 王府井包括奥莱业态

图 12: 财务费用率同业对比 (2014-2019)



资料来源: Wind, 招商证券

图 13: 步步高、永辉收入对比 (亿元)



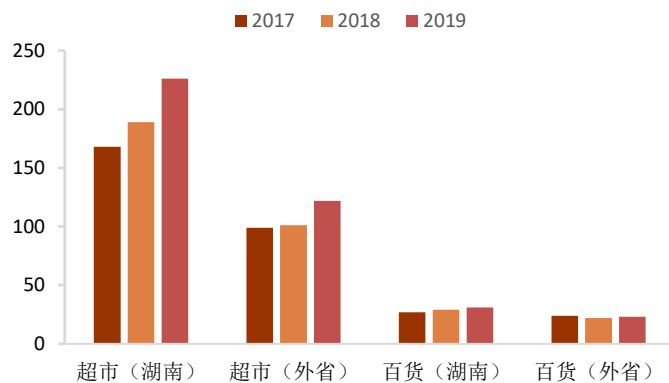
资料来源: Wind, 招商证券

2.1 聚焦四省发展，省外业务逐步减亏

步步高立足湖南核心市场，从 2005 年开始加快省外跨区域扩张，先后进入江西、川渝、广西地区，在全国五个省区市皆有门店，市场份额不断扩大，已形成“立足湖南、跨区发展”的业务格局。但是在五个省份中，重庆市场业绩连年承压，原本辅助主业的小业态也带来了亏损。2018 年步步高内部进行全面的战略复盘，查找出血点，制定新的战略规划。步步高从原来的五省区纵深发展，变成聚焦深耕湖南、广西、江西和四川这四个市场。

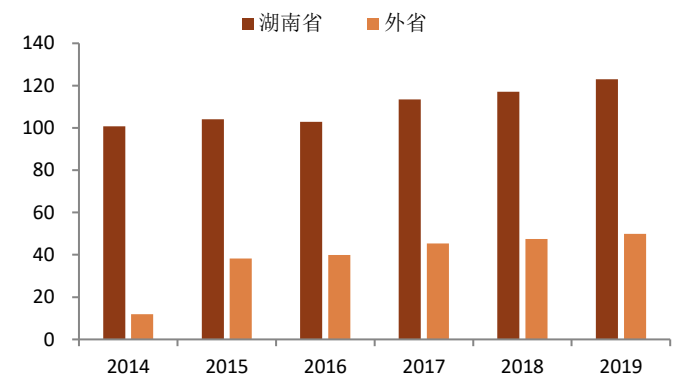
（1）湖南：做大湖南市场，市县全面铺开。步步高在湖南深耕多年，通过密集开店已形成网络规模优势，2019 年，公司在湖南省/外省新开超市 41/22 家，新开百货 1/1 家，截至 2019 年末公司在湖南省/外省拥有超市门店分别为 226/122 家，百货门店 31/23 家。2019 年公司在湖南省实现营收 123.06 亿元，占总收入的 63%。目前，步步高在湖南区域的业务占比呈橄榄球状，公司在 14 个地级市均有业务布局，并在几乎每个地级市均有城市地标性的大型购物中心综合体项目，但在上部的省会城市以及下部的县级和农村市场仍有空白，步步高计划以填满市县市场和攻坚地级市场相结合，做大整个湖南市场，公司预计 2022 年湖南省县城覆盖率将达到 100%。2019 年初，公司收购了家润多超市共 22 家门店，家润多超市在长沙市已取得较好的市场地位和消费者口碑，旗下门店分布在长沙（15 家），常德（2 家），益阳（2 家），郴州（2 家）、衡阳（1 家）等主城区成熟商圈，此次收购对于步步高在长沙的布局渗透以及在湖南的地位巩固提供了优质的机会。

图 14：步步高省内外分业态门店数量（2015-2019）



资料来源：公司公告，招商证券

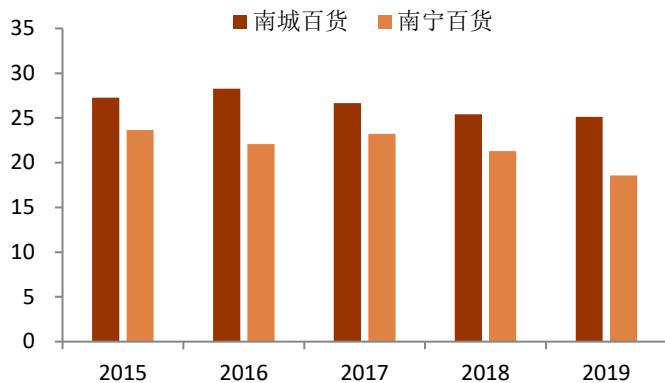
图 15：步步高湖南省内外营收（亿元）



资料来源：公司公告，招商证券

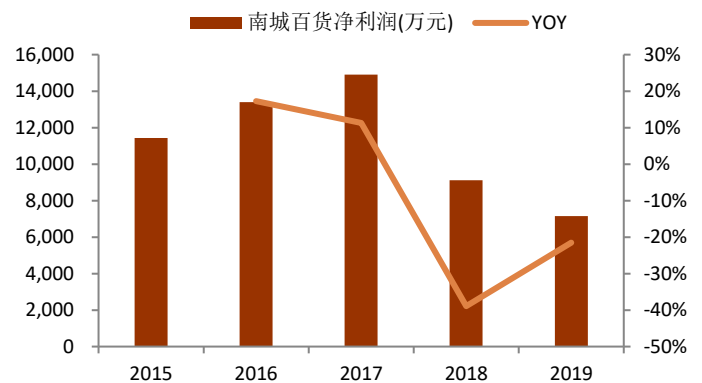
（2）广西：收购南城百货，目标成为第二个湖南市场。2015 年公司收购了广西地区最大的连锁商品零售民营企业南城百货，以发行股份和支付现金的方式获得其 100% 的股权，收购资金总额 15.76 亿元，收购完成后，步步高成为了广西的连锁商品零售龙头，营收超过广西唯一一家上市公司南宁百货。南城百货旗下近 40 家门店主要分布在广西南宁、贵州、柳州等城市以及云南昆明，具有良好的市场基础。由于南城百货与步步高存在三年的业绩对赌，南城百货承诺 2015、2016、2017 年净利润分别不低于 1.2 亿、1.3 亿、1.4 亿元，因此收购后的三年里没有新开一家门店，直到 2018 年对赌协议结束后步步高才全面接手广西市场进行整合改造，步步高通过移植其供应链资源、信息系统和人力资源管控等方面的优质资源加快广西业务的发展，并以集中快速浸润式的方式全力以赴发展广西，预计未来步步高在广西的拓展将全面提速。

图 16: 南城百货与南宁百货营收情况对比 (亿元)



资料来源: 公司公告, 招商证券

图 17: 南城百货净利润 (2015-2019)



资料来源: 公司公告, 招商证券

(3) 江西: 收购心连心超市, 加大投入逐步减亏。步步高在 2005 年就进入了毗邻湖南的江西地区, 2016 年 9 月, 公司收购位于江西萍乡的 5 家心连心超市, 占据了当地市场, 在江西西部的萍乡、宜春和新余这三个城市步步高已经占据绝对领先地位。随着 2017 年江西政商环境的改善, 步步高加大江西市场投入, 积极拓展门店, 2017 年步步高江西市场亏损 1700 万, 2018 年亏损 500 万, 2019 年不计开店成本盈利 2000 万左右。

(4) 四川: 深耕地级市, 收购梅西百货。四川人口基数大, 消费潜力好, 但当地零售市场竞争激烈, 重庆百货、红旗连锁、永辉超市均占有一席之地。步步高在四川的发展策略是避开激烈竞争的大成都地区, 在地级市深耕, 目前在自贡、泸州等地区具有领先优势。2017 年初, 步步高以现金支付方式收购了四川当地知名零售企业梅西百货 94% 的股份, 完成收购后, 对步步高在四川地区的营业网点有极大的促进作用。

(5) 参与重庆百货混改, 撤离重庆市场。步步高重庆地区连年亏损, 重庆步步高 2018 年净利润为 -0.72 亿元, 重庆地区成了最大的出血点, 由于重庆市场竞争非常激烈, 因此步步高逐步撤离重庆市场。2019 年底, 重庆步步高 (超市业务) 完成清算注销。2020 年 3 月 24 日重庆商社集团正式完成股权转让, 步步高和物美分别入股商社集团股份 10%、45% 的股份, 基于重庆百货混改, 今年 5 月重庆百货托管重庆合川步步高 (百货业务), 预计后续重庆合川步步高将完全转让给重百。同时, 借助重庆百货在西南地区的市场影响力, 以及物美与步步高的零售数字化经验, 三方有望实现西南市场的零售资源协同互补, 提升整体在西南市场的竞争力。

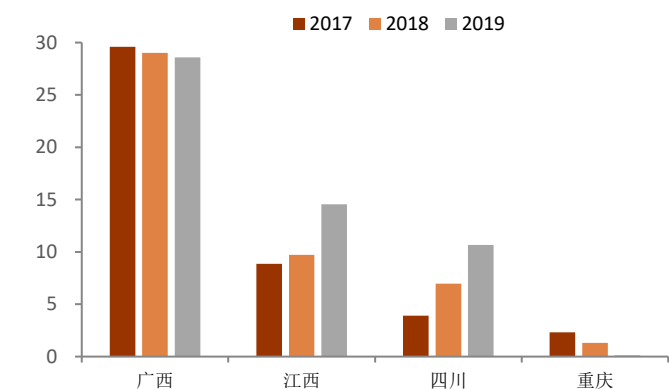
四省区发展提速, 省外业务逐步减亏。步步高在湖南省外的业务在战略调整后相比 2017 年有较大幅度的减亏, 2019 年四川地区较 2018 年减亏 0.21 亿元。随着步步高聚焦四省区的超市主业发展, 预计未来步步高省外业务将实现逐步减亏并扭亏为盈。

表 1: 步步高地区子公司营收和净利润情况 (亿元)

	2017 年		2018 年		2019 年	
	营收	净利润	营收	净利润	营收	净利润
广西步步高	2.92	-0.31	3.60	-0.17	3.46	-0.27
广西南城百货	26.66	1.49	25.42	0.91	25.11	0.71
江西步步高	8.86	-0.17	9.72	-0.05	14.56	-0.09
四川步步高	3.91	-0.34	6.98	-0.68	10.67	-0.47
重庆合川步步高	0.58	-0.42	0.25	-0.33	0.12	-0.42
重庆步步高	1.72	-0.43	1.07	-0.72		

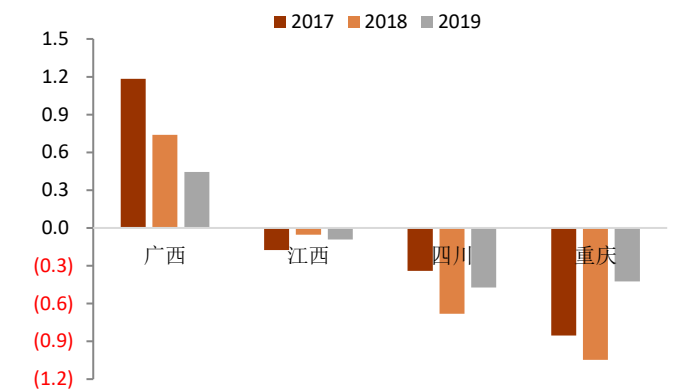
资料来源：公司公告，招商证券

图 18: 湖南省外各省营业收入 (亿元)



资料来源：公司公告，招商证券

图 19: 湖南省外各省净利润 (亿元)

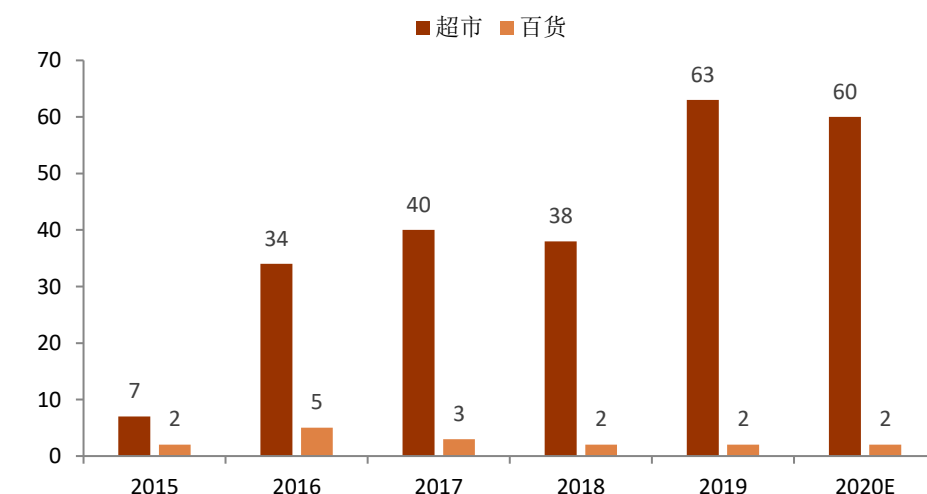


资料来源：公司公告，招商证券

2.2 剥离亏损辅业，回归超市主业经营

公司回归超市主业，门店数量和同店增长提速。过去十年步步高的董事长王填先生将精力主要放在了商业地产的发展，将超市等核心业务交给国际化的职业经理人团队打理。在房地产周期下行背景下，2019 年王填先生重新回归商业零售。公司内部基于战略复盘，从“多业态”发展回归“超市+百货”核心业态，并重点聚焦超市业态。2019 全年步步高新增超市门店 63 家，门店数量同比增长 20%。2020 年超市展店仍将保持高速增长，公司计划在湖南开店 40 家，江西 17 家，广西 25 家，四川 12 家，这 94 家门店已经签约，但受到疫情影响，公司预计 2020 年可以开出其中 60 家。2020 年一季度超市同店增长 20%，由于湖南地区从 3 月份开始启动消费券模式，公司 4 月份超市同店增长超过 40%。

图 20: 步步高门店新增数量 (2015-2020E)



资料来源：公司公告，招商证券

公司剥离亏损辅业，聚焦主力于超市。步步高过去围绕超市和百货开展的辅助业态每年都是亏损状态，未能给主业带来增长，近两年公司逐渐将便利店事业部、美采平价服饰、

餐饮事业部等都做划分切割，家电事业部并入超市，未来家电也将从自营转为联营。通过剥离不盈利的辅助业态，步步高预计减少几千万的亏损。步步高回归主业后，毛利和净利率水平也逐步回归正轨。

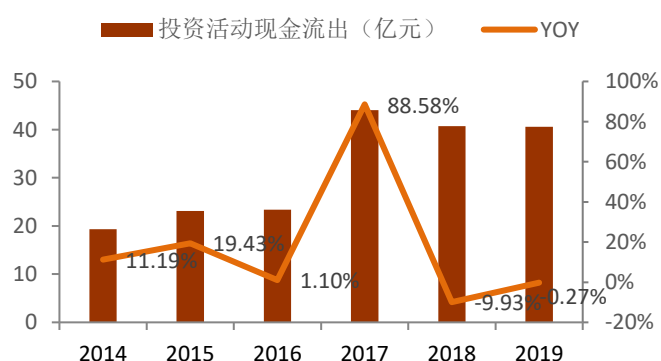
公司逐渐缩减财务投资，预期未来利息支出降低。公司 2017 年因并购梅西百货等原因投资活动现金流出达到 44.06 亿元，近两年逐渐减少，2019 年投资活动现金流出金额为 40.60 亿元，同比-0.27%，主要投资于新开门店和自建购物中心。2016 年步步高投资 50 亿元的梅溪新天地开业，该项目目前已进入盈利期，2019 年盈利超过 3000 万。后期公司将以存量项目为主，随着财务投资缩减，预计未来利息支出将减少，财务费用下降。

表 2：公司 2014-2019 年主要投资方向

年份	主要投资方向
2014 年	新开门店超市业态 15 家、百货业态 2 家；公司加大了电商投资力度，并于 2014 年 10 月底正式启动云猴平台
2015 年	新开门店超市业态 7 家、百货业态 2 家
2016 年	新开门店超市业态 34 家、百货业态 5 家；投资海通齐东（威海）股权投资基金合伙企业股权 1.125 亿元
2017 年	并购梅西百货、新开门店超市业态 40 家，新开门店百货业态 3 家、自建岳阳广场、购买怀化与邵阳土地、赣州房产
2018 年	新开超市门店 38 家、百货门店 2 家，购买长沙红星土地、支付江西赣州进度款、郴州泸州商铺与股权等
2019 年	新开超市门店 63 家、百货门店 2 家；自建长沙星城购物中心、怀化购物中心、邵阳购物中心

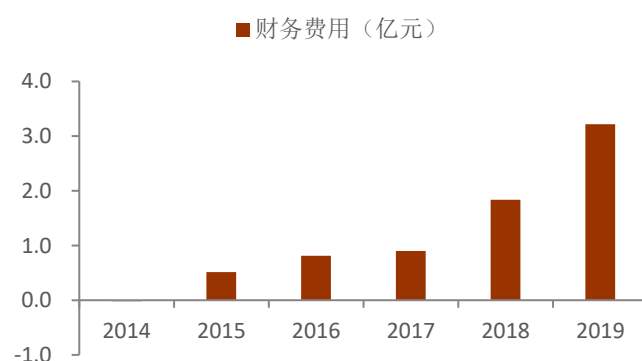
资料来源：公司公告，招商证券

图 21：步步高投资活动现金流出合计（2014-2019）



资料来源：公司公告，招商证券

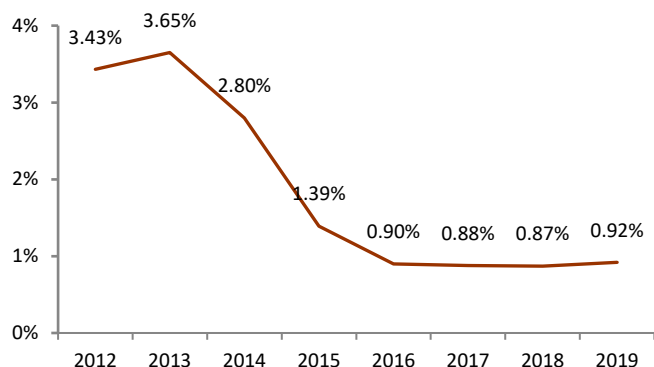
图 22：步步高财务费用（2014-2019）



资料来源：公司公告，招商证券

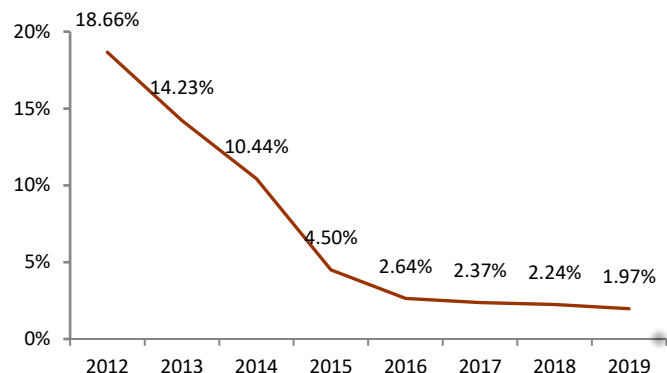
净利率和 ROE 提升空间大。2019 年公司净利率同比提升 0.05pct 至 0.92%，ROE（加权）仅为 1.97%，而 2012-2013 年公司净利率曾达 3-4%，ROE 达 15% 左右。随着公司将顺战略关系回归超市主业经营，从过去资产投入的加法到现在的减法，从过去经营的减法到现在的加法，预计未来超市业务的开店速度、净利率与 ROE 均有较大提升空间。

图 23: 步步高净利率 (2012-2019)



资料来源: 公司公告, 招商证券

图 24: 步步高 ROE (2012-2019)



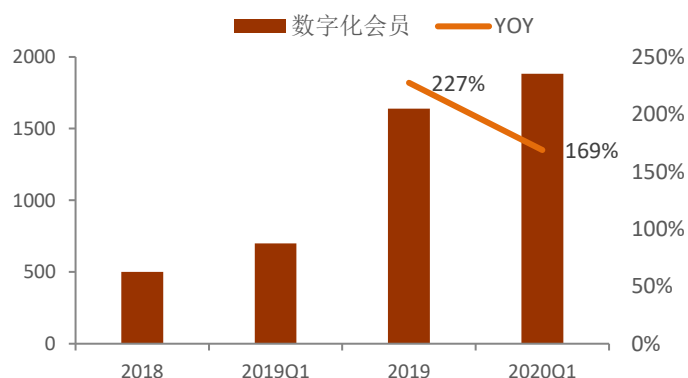
资料来源: 公司公告, 招商证券

三、加强数字化改造与研发投入, 到家业务发展卓有成效

3.1 数字化会员积极推进, 到家业务快速发展

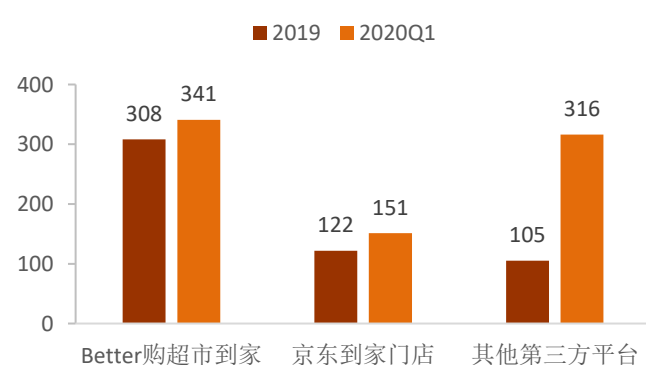
腾讯与京东的加码驱动步步高在到家业务和数字化会员方面发展提速。在流量来源方面, 2018 年 4 月步步高上线 Better 购小程序, 目前步步高的线上到家业务可通过 Better 购小程序、京东到家、美团等第三方平台下单。截至 2020 年 Q1, 公司 Better 购超市到家门店 341 家、京东到家门店 151 家, 其他第三方平台 316 家。在会员人数方面, 截至 2020Q1, 数字化会员人数已达到 1882 万, 数字化会员贡献销售占比达到 70%, 超市整体数字化会员复购人数同比增速 44%。2019 年小程序会员已达到 1760 万, 净增了 1100 万, 用户来自于密集式门店周边的客户和社群, 能够实现会员的可追踪、可触达。

图 25: 步步高数字化会员 (万)



资料来源: 公司公告, 招商证券

图 26: 到家门店数量



资料来源: 公司公告, 招商证券

线上占比增速超预期, 盈利能力稳定。2020Q1 公司线上销售占比接近 15%, 相比 2019 年全年增长超过 3 倍。2019 年线上 GMV 达到 23 亿, 2020 年 1 月份线上 GMV 同比增长 1244%。公司依托现有门店及小程序, 同时和美团等平台合作, 改变了以往电商平台“云猴”的重资产投入模式, 加上疫情对消费者线上购物的教育, 使得公司线上业务保持盈

利，2019 年线上业务净利率为 1%左右。目前线上 SKU 有 5000 个左右，综合客单价平均为 70-80 元/单，其中超市线上 70+元/单。

步步高打通社区团购业务，抢占社区流量。为了应对疫情，2020 年 1 月步步高超市上线“小步到家”服务，以微信群为中心，采用微信社群下单、仓库直发模式，由每个小区指定一名团长建立小区内的微信群，顾客直接在微信群内下单，订单由团长收集后发到仓库进行拣货、打包，干线启用自有物流统一配送，最后由小区团长收货后将订单送至用户手中。这种社区团购的方式解决了 Better 购难以触及的 3 公里范围之外的消费需求。2 月步步高注册成立小步优鲜全资子公司接管“小步到家”服务，3 月步步高正式推出社区团购小程序“小步优鲜”。2020Q1 步步高微信社群总人数已突破 320 万。

图 27：步步高 Better 购及小步优鲜小程序



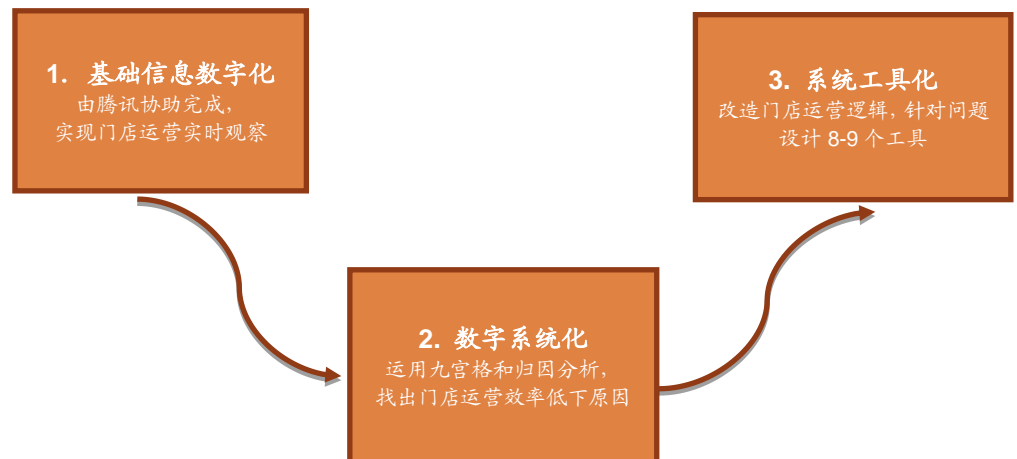
资料来源：微信小程序，招商证券

3.2 门店数字化改造提升人效、降低损耗

2018 年腾讯战略入股后，步步高与腾讯合作探索“智慧零售”，通过腾讯的数字化赋能来提升线下门店的运营效率。步步高采用腾讯的方法论，一是在前端开展一系列数字化工作，实现线下所有运营的可追溯和可留痕；二是基于腾讯的赛马机制，安排多支独立小组一同接手运营效率低下的门店进行改造，在赛马竞争的氛围中取得更突出的改造效果。

以一家 1200 平方米的样本店改造为例，步步高小组完成三步数字化工作。（1）第一步，基础信息数字化，这一步由腾讯帮助步步高完成，实现门店运营实时观察。（2）第二步，数字系统化，由步步高自己的运营专家进行九宫格区分和归因分析，找到门店运营效率低下的问题所在。（3）第三步，系统工具化，运用互联网的思维全面改造整个门店的运营体系，针对找到的问题设计出了 8-9 个工具。

图 28：样板店数字化步骤



资料来源：招商证券

动态用工工具采用竞争上岗模式，实现人效的提升。以收银环节为例，使用动态用工工具，通过机器观察和学习发现每天客流只有早晚两个波峰，在这两个高峰时间段就会开设相对多的收银台，动态用工平台会给所有班组人员发布任务，空闲的员工可通过平台抢单。同时公司通过调节薪金模式来促进积极性，工资从平均工资 2000 多变为基本工资 1500 加上抢单值岗得到的浮动工资。在动态用工运行六个月后，原本 13 个收银员已自行优化到 8 个人，收银员工资水平从最低的 3500 左右到最高的 5000 多不等，门店整体人员由 58 人减少至 42 人。2019 年数字化运营试点门店整体人效提升 30%。

动态控损工具实现精细化管理，降低运营损耗。通过动态控损工具，机器会在某一时间在店员手机上生成商品分级等任务要求，实现落到每一个单品的精细化管理。这种数字化方案实施半年后，门店的损耗降低，销售提升了 30%，其中蔬菜水果类销售提升超过 40%，毛利率由个位数提升至 24%，效果显著。通过门店的数字化改造，步步高门店各项指标都得到了明显改善，2019 年数字化运营试点门店整体坪效提升明显，日销 10 万+。2019 年 Q3 步步高又开始对 30 个店群进行进一步测试，若都能保持良好的效率指标提升，步步高的毛利率与净利率将会得到更大的改善。

3.3 研发投入加大力度

步步高在信息系统建设方面非常超前，2013 年就引入具有互联网背景的高管，打造“云猴”O+O 大平台生态系统，2014 年 10 月底正式启动云猴平台，2017 年云猴网由于未能达到预期宣布关闭，公司在 2018 年又开始研发步步高云通物流系统和步步高支付系统。目前，公司研发投入主要为步步高翔龙 ERP 系统、步步高云通物流系统、步步高支付系统。2019 年公司研发总投入 3144.11 万元，同比增长 17.29%。

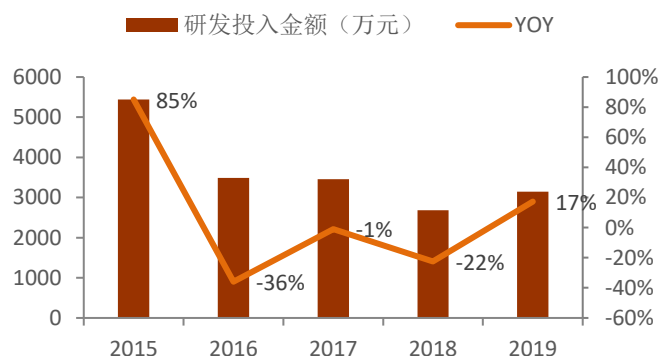
图 29: 公司研发投入 (2014-2019)



资料来源: 招商证券

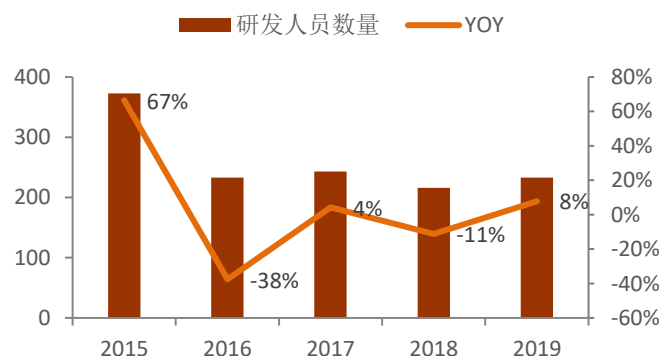
研发人员方面, 步步高从投入云猴网开始就一直有两三百人的常规信息队伍, 2019 年研发人员有 233 人, 同比增长 7.87%。腾讯入股以后, 派了几十人的团队协助步步高做程序, 这部分程序员工资由腾讯支付, 而基层数据的采集分析则需上传腾讯云。通过这样的互惠互利, 腾讯得到了数据资产, 步步高得到运营效率的提升。

图 30: 研发投入金额 (2015-2019)



资料来源: 公司公告, 招商证券

图 31: 研发人数 (2015-2019)



资料来源: 公司公告, 招商证券

3.4 供应链持续优化, 生鲜标准化提升

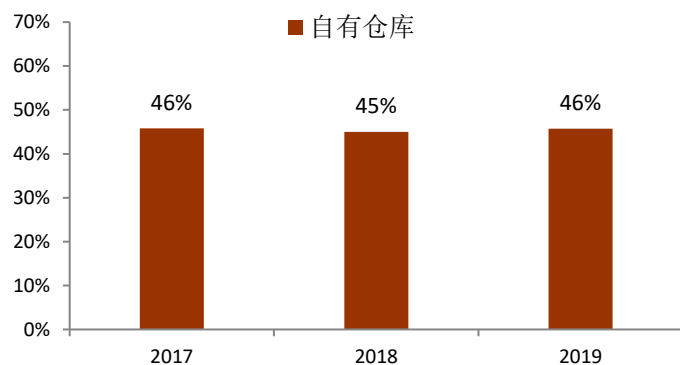
步步高具有完善的供应链体系, 在疫情期间体现了较好的抗风险能力。2019 年公司在采购和物流配送方面持续优化, 公司超市业态全面启动了以生鲜为核心的供应链变革。

在采购方面, 公司在内部进行了调整, (1) 组织变革: 逐步变成扁平化组织, 加快响应, 同时增设赛马机制, 由 2-3 个小组同时负责一个品类, 加强竞争; (2) 采购对销售负责: 将采购人员的收入、KPI 等与销售进行挂钩。对于外部的供应商和客户, (3) 调整 SKU: 公司在 2019 年进行了一年的客户调查, 优化了 SKU 配置, 增加客户喜欢的品种、品类与规格; (4) 提升与供应商协同能力: 尤其在疫情期间, 公司加快对供应商的提前付款, 通过公司精准触及消费者, 反过来使得供应链端获知客户需求, 疫情爆发后, 在大的批发市场等中间商停业的情况下, 步步高的生鲜采购可以直接触及到源头。

在物流配送方面，公司加强了中央仓的处理能力，并形成独立的物流体系。疫情期间，湘潭物流中心的仓库，每天出仓的水果蔬菜生鲜量在 380-400 吨；公司在江西、四川、广西也有很大的自有物流中心，有自己的运输车辆，系统也可以及时匹配货物和更新需求信息。疫情突发时，强大的供应链使得线下门店可以保持供货量，保持价格稳定，同时可以承接线上井喷的订单。

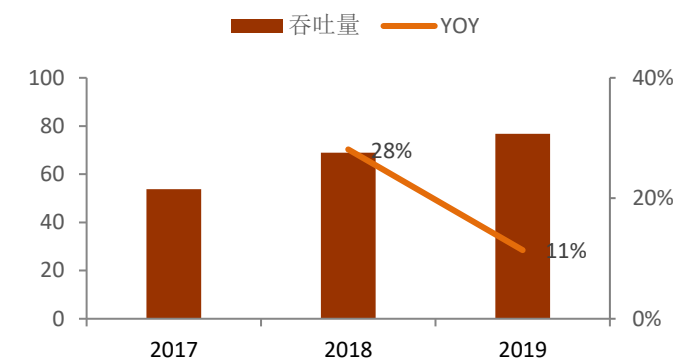
截至 2019 年末，公司拥有湖南、广西、江西、四川四大省级中央园区，共有 29 个常温、保鲜、冷冻、冷藏、保税等各类型仓库。仓库总面积为 35.76 万平方米，其中自有仓库面积约为 30.11 万平方米，占比达到 84.20%。2019 年吞吐量达到 76.75 亿，规模不断提升。2019 年，公司新投运了四川冷链仓以及四川农产仓，实现了四川区域生鲜及冷链商品高效配送。

图 32：步步高自有仓库占比



资料来源：公司公告，招商证券

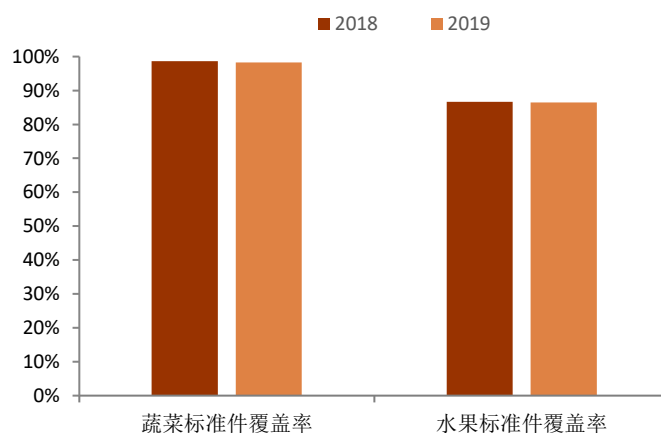
图 33：步步高仓库吞吐量（亿）



资料来源：公司公告，招商证券

此外，步步高加强了生鲜标准化运输，2019 年超市业态生鲜销售同比增长 18.2%，生鲜商品在门店的渗透率达到 40%，蔬菜标准件覆盖率 98.29%，水果标准件 86.49%，生鲜品质得到极大的提升，同时步步高公司已启动智慧物流建设，通过全程可视、温度监控，更大程度的保证商品品质。

图 34：步步高蔬菜及水果标准件占比

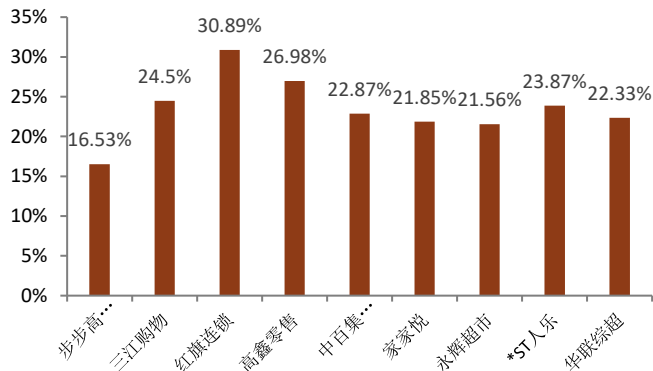


资料来源：公司公告，招商证券

四、财务对比：人效高于行业平均，净利率提升空间大

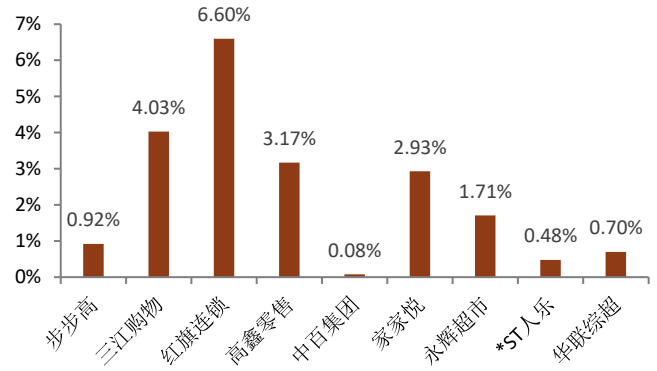
对比其他超市类上市公司，步步高存货周转速度、人效高于行业平均水平，但是公司超市毛利率、净利率以及 ROE 指标显著低于同业，超市可比店坪效也低于家家悦、永辉超市等。随着公司门店数字化改造的持续推进以及主业态的战略回归，未来门店坪效提升空间较大，净利率和 ROE 也有望回升。

图 35：毛利率同业对比（2019 年）



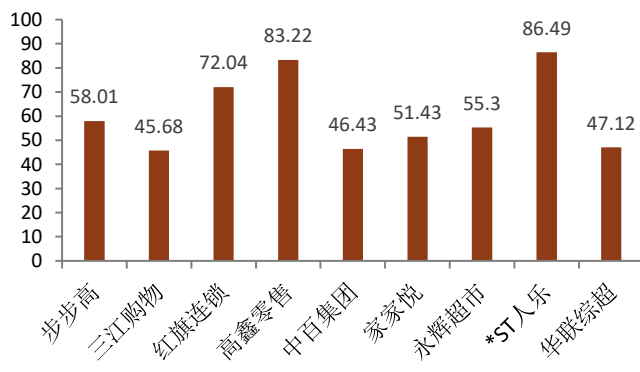
资料来源：公司公告，招商证券 注：步步高、中百集团为超市业务毛利率

图 36：净利率同业对比（2019 年）



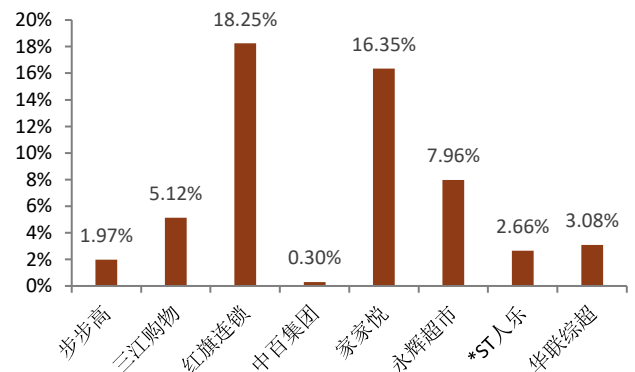
资料来源：公司公告，招商证券

图 37：存货周转天数同业对比（2019 年）



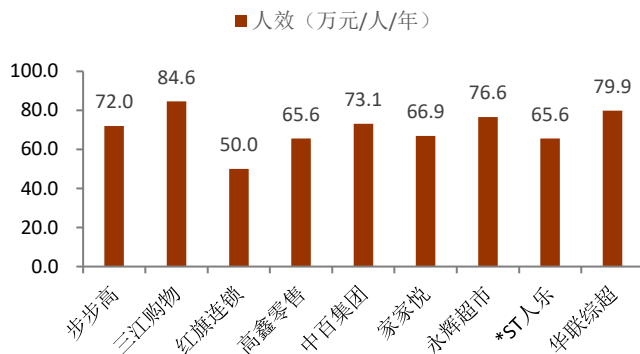
资料来源：公司公告，招商证券

图 38：ROE 同业对比（2019 年）



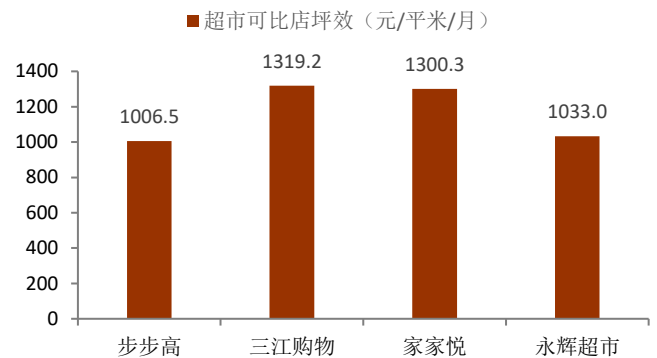
资料来源：公司公告，招商证券

图 39: 整体人效同业对比 (2019 年)



资料来源: 公司公告, 招商证券

图 40: 超市可比店坪效同业对比 (2019 年)



资料来源: 公司公告, 招商证券 注: 步步高、三江购物为经营面积, 永辉超市, 家家悦为建筑面积

五、盈利预测与估值

公司回归主业经营, 未来三年超市+百货门店将持续扩张。假设公司 2020/2021/2022 年分别净增超市 60/60/60 家, 净增百货 2/2/2 家, 考虑今年疫情对超市销售额的带动和对百货销售的不利影响, 假设 2020/2021 年超市单店收入同比增长 10%/-3%/3%, 百货单店收入同比 -15%/15%/3%, 预计公司 2020/2021/2022 年分别实现营业收入 218.42/234.34/256.30 亿元, 同比增长 11.10%/7.29%/9.37%, 毛利率稳步提升至 24.29%/24.54%/24.67%, 实现归母净利润 2.27/2.87/3.67 亿元, 同比增长 31.29%/26.16%/27.90%, 对应 2020 年 PE 为 42 倍, PS 为 0.44 倍。公司回归主业经营后净利润提升空间大, 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。

表 3: 公司盈利预测表

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	18397.87	19661.39	21842.94	23434.46	25630.13
YOY	6.65%	6.87%	11.10%	7.29%	9.37%
超市数量	290	348	408	468	528
超市净增	23	58	60	60	60
超市单店收入同比	-3.55%	-10.29%	10.00%	-3.00%	3%
百货数量	51	54	56	58	60
百货净增	0	3	2	2	2
百货单店收入同比	2.47%	-5.32%	-15.00%	15.00%	3.00%
毛利率	23.03%	24.11%	24.29%	24.54%	24.67%
净利润 (百万)	155.56	173.06	227.21	286.65	366.64
YOY	3.11%	11.25%	31.29%	26.16%	27.90%

资料来源: 公司公告, 招商证券

财务预测表

资产负债表

单位: 百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	5576	6386	7161	7951	8726
现金	1170	1490	1931	2318	2527
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	4	0	2	2	2
应收款项	71	123	89	97	116
其它应收款	210	20	318	211	210
存货	2261	2547	2646	2890	3180
其他	1859	2206	2175	2434	2692
非流动资产	15334	17992	12222	12285	11948
长期股权投资	7	7	6	7	6
固定资产	3988	4598	5225	5702	6040
无形资产	1461	2759	2484	2235	2012
其他	9878	10627	4508	4341	3889
资产总计	20910	24378	19383	20236	20674
流动负债	11589	13465	8489	8997	9153
短期借款	3751	5422	651	434	66
应付账款	4103	4292	4500	5019	5435
预收账款	1147	1407	1369	1525	1696
其他	2587	2345	1968	2020	1957
长期负债	1562	3079	2908	3020	3002
长期借款	985	2494	2494	2494	2494
其他	577	584	414	525	508
负债合计	13152	16544	11397	12017	12155
股本	864	864	864	864	864
资本公积金	3853	3626	3626	3626	3626
留存收益	2777	3069	3210	3428	3709
少数股东权益	265	275	287	301	320
归属于母公司所有者权益	7493	7559	7700	7918	8199
负债及权益合计	20910	24378	19383	20236	20674

现金流量表

单位: 百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	1434	1763	1160	1908	1468
净利润	156	173	227	287	367
折旧摊销	722	796	1003	955	912
财务费用	208	341	250	270	280
投资收益	(5)	2	(51)	(58)	(61)
营运资金变动	357	400	(78)	320	(44)
其它	(4)	52	(192)	134	14
投资活动现金流	(2750)	(3100)	4850	(964)	(525)
资本支出	(2775)	(2579)	(1000)	(900)	(800)
其他投资	25	(521)	5850	(64)	275
筹资活动现金流	837	1314	(5568)	(557)	(734)
借款变动	1393	1947	(5233)	(217)	(368)
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	(279)	(226)	0	0	0
股利分配	(86)	(86)	(86)	(68)	(86)
其他	(191)	(321)	(248)	(271)	(280)
现金净增加额	(479)	(23)	441	386	210

资料来源: 公司数据、招商证券

利润表

单位: 百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	18456	19725	21914	23510	25713
营业成本	14161	14922	16592	17741	19369
营业税金及附加	141	147	163	175	191
营业费用	3330	3725	4126	4443	4860
管理费用	422	377	504	529	566
研发费用	9	26	29	31	34
财务费用	184	322	250	270	280
资产减值损失	19	(54)	(9)	(15)	(26)
公允价值变动收益	14	33	15	21	23
其他收益	35.64	41.98	40.00	40.00	40.00
投资收益	36	40	36	37	38
营业利润	240	226	310	393	500
营业外收入	33	23	28	28	26
营业外支出	53	23	35	37	31
利润总额	221	227	303	385	495
所得税	60	45	64	83	110
少数股东损益	5	9	12	15	19
归属于母公司净利润	156	173	227	287	367

主要财务比率

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
年成长率					
营业收入	7%	7%	11.10%	7.29%	9.37%
营业利润	9%	-6%	37%	27%	27%
净利润	3.11%	11%	31%	26%	28%
获利能力					
毛利率	23.3%	24.4%	24.3%	24.5%	24.7%
净利率	0.8%	0.9%	1.0%	1.2%	1.4%
ROE	2.1%	2.3%	3.0%	3.6%	4.5%
ROIC	2.2%	2.6%	3.8%	4.5%	5.4%
偿债能力					
资产负债率	62.9%	67.9%	58.8%	59.4%	58.8%
净负债比率	24.4%	34.4%	16.2%	14.5%	12.4%
流动比率	0.5	0.5	0.8	0.9	1.0
速动比率	0.3	0.3	0.5	0.6	0.6
营运能力					
资产周转率	0.9	0.8	1.1	1.2	1.2
存货周转率	6.6	6.2	6.4	6.4	6.4
应收帐款周转率	233.3	199.1	205.2	248.2	237.9
应付帐款周转率	3.9	3.6	3.8	3.7	3.7
每股资料 (元)					
EPS	0.18	0.20	0.26	0.33	0.42
每股经营现金	1.66	2.04	1.34	2.21	1.70
每股净资产	8.67	8.75	8.91	9.17	9.49
每股股利	0.10	0.10	0.08	0.10	0.13
估值比率					
PE	62.4	56.1	42.7	33.8	26.5
PB	1.3	1.3	1.3	1.2	1.2
EV/EBITDA					

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。

宁浮洁，商贸零售首席分析师。南京大学经济学硕士，曾任职于中泰证券零售组，覆盖商业零售行业，18 年加盟 招商证券，产业资源丰富，逻辑清晰。

丁浙川，布里斯托大学金融学硕士，曾任职于华泰证券零售组，2019 年加入招商证券，主要方向为新新零售和超市。

周洁，同济大学、KEDGE Business School 管理学双硕士，2018 年加入招商证券，主要方向为电商和化妆品。同时感谢实习生施佳庆对本文的贡献。

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。