步步高（002251.SZ）

增长提速&盈利改善，西南区域扩张空间广阔

公司评级	买入
当前价格	12.44 元
前次评级	买入
报告日期	2017-08-29

相对市场表现

分析师： 洪 涛 S0260514050005
021-60750633
hongtao@gf.com.cn

相关研究：

【广发商贸-步步高】定增入股重庆百货，区域合作再下一城 2016-10-14

【广发零售-步步高】16H1 点评：净利下滑 28.7%，行业持续承压 2016-08-28

【广发商贸-步步高】15 年年报点评：云猴投入致净利润下滑，海外联合采购有望提升毛利率 2016-04-22

联系人： 林伟强 021-60750607
linweiqiang@gf.com.cn

- **梅西并表+开店提速，2Q17 单季营收增长 15.1%**

步步高发布半年报，1H17 营收同比增长 9.8%至 86.9 亿，归属净利润同比增长 20.9%至 2.1 亿，扣非后增长 47.8%。其中 2Q17 单季营收/净利润同比增长 15.1%/18.6%。

1）梅西商业并表贡献营收 2 亿元（亏损 861 万元），剔除后，可比口径半年营收增长 7.2%；2）分业态看，超市 1H17 营收同比增长 10.3%（收入占比 60.3%）且毛利率同比上升 0.53pp 至 16.4%，主要由于门店扩张加速及低效门店关停（半年新开/关闭 22/10 家门店）；百货因梅西并表，1H17 营收同比增长 2.8%，但毛利率下滑 0.67pp 至 15.1%（收入占比 22.6%），复苏弱于超市；3）分地区看，1H17 湖南大本营半年营收同比增长 9.2%（占比 65.8%），大本营地位巩固；江西（yoy+25.1%）、川渝（yoy+110%，梅西并表）两大区域开拓顺利，广西（yoy-7.6%）、云南（关店退出）有所调整。

- **控费增效提升盈利能力，西南区域扩张空间广阔**

1H17 综合毛利率 21.61%，微降 0.08pp，但销售+管理费用率同比下降 0.77pp 至 17.68%，是盈利能力提升主要原因（扣非净利率同比上升 0.6pp 至 2.33%）。细分来看，尽管人工（yoy+0.48%）、房租物业（yoy+0.69%）、水电（yoy+0.09pp）等刚性费用持续上升，但折旧摊销（yoy-0.39pp）及其他运营费用下降明显（yoy-1.6pp），低效门店关停调整后，整体控费提质效果显著。

公司目前业务涵盖湖南、广西、江西、川渝等西南五省市，其中在湖南&广西地区已处于领先地位，江西&川渝地区正快速扩张，享受中小城市及农村市场消费升级红利。预计 17-19 年营收 174/199/235 亿，归属净利润 2.5/3.2/4.3 亿元，对应当前 42.5/33.1/25.1XPE，历经过往两年调整，公司已步入盈利能力提升和区域扩张加速通道，维持“买入”评级。

- **风险提示：**新开门店培育；区域竞争加剧；行业需求放缓

盈利预测：

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	15,472.18	15,520.28	17,366.78	19,881.58	23,494.28
增长率(%)	25.82%	0.31%	11.90%	14.48%	18.17%
EBITDA(百万元)	894.87	883.94	872.51	682.61	739.45
净利润(百万元)	213.82	132.70	253.12	324.56	428.75
增长率(%)	-38.08%	-37.94%	90.74%	28.22%	32.10%
EPS（元/股）	0.274	0.154	0.293	0.376	0.496
市盈率（P/E）	59.38	107.09	42.46	33.11	25.07
市净率（P/B）	2.58	2.30	1.65	1.57	1.48
EV/EBITDA	14.76	16.32	11.95	15.16	13.53

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

图1：步步高单季营业收入及增速

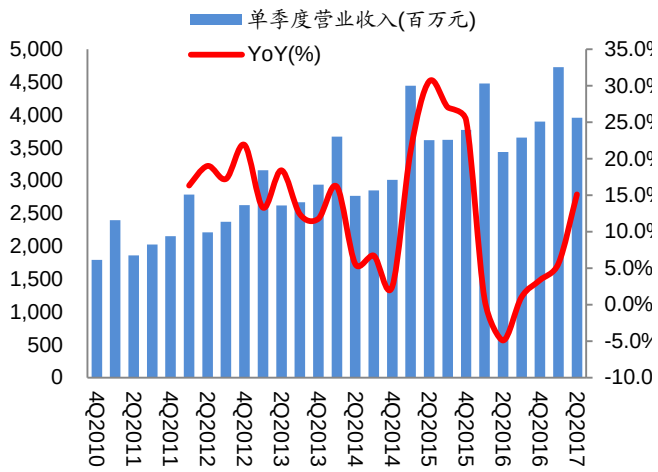
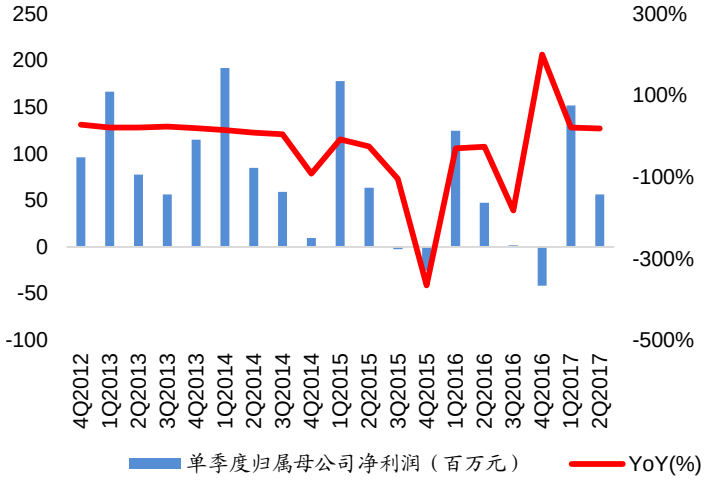


图2：步步高单季利润及增速



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

图3：步步高分业态营收

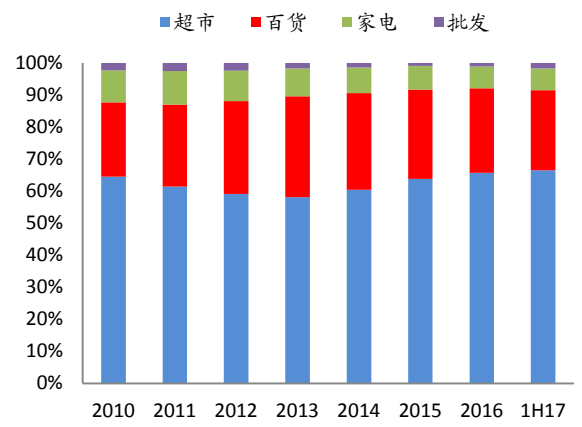
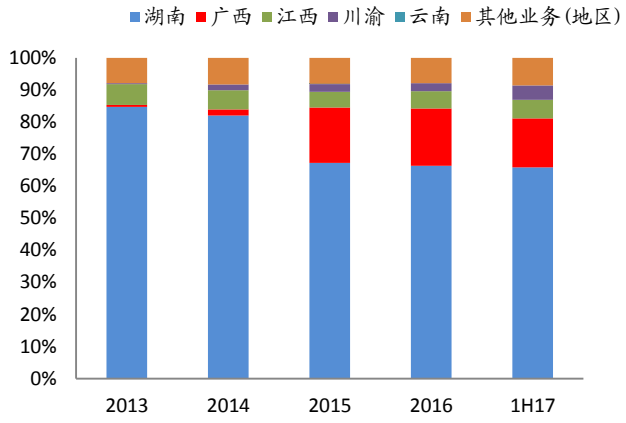


图4：步步高分地区营收



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

图5：步步高门店数及增速

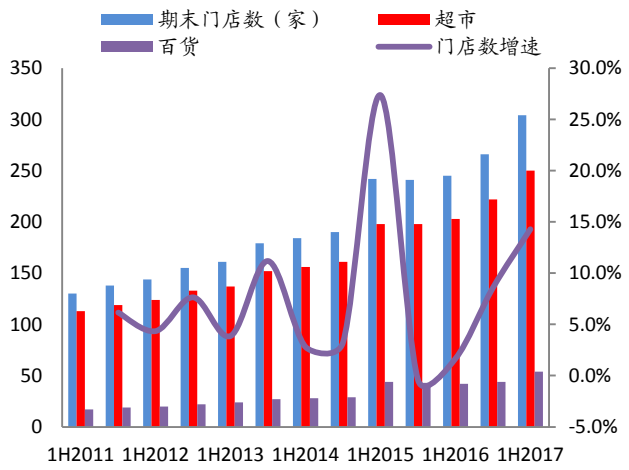
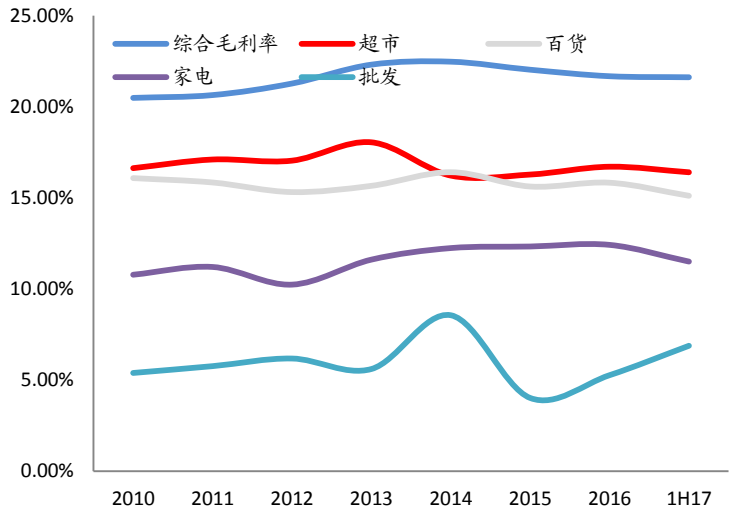


图6：步步高分业态毛利率



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

图7：步步高季度费用率

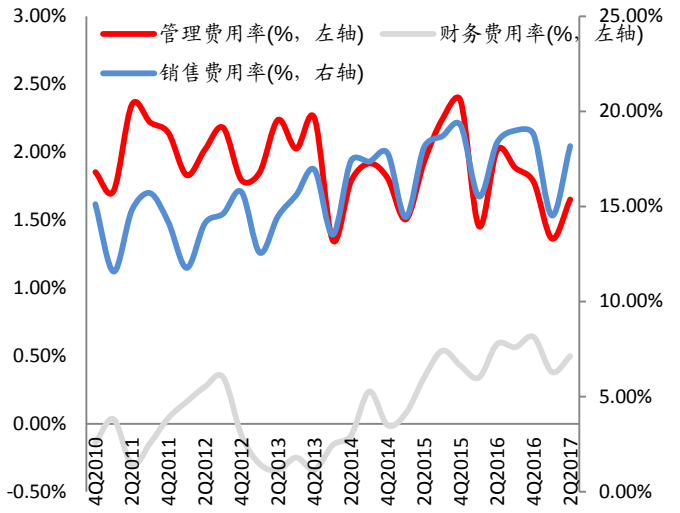
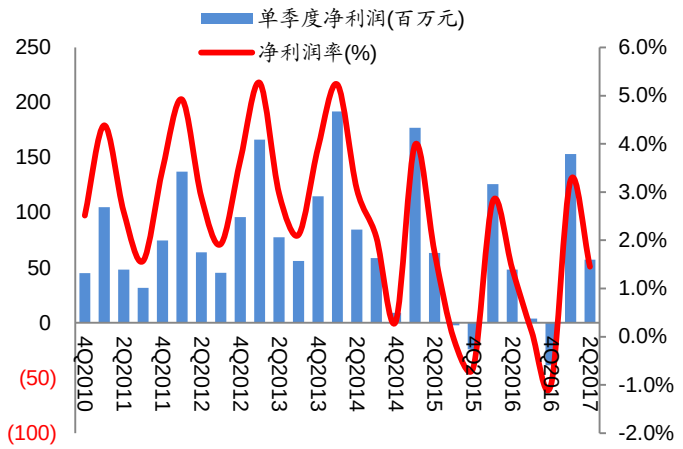


图8：步步高净利润及净利润率



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

资产负债表

单位：百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	4703	5721	6589	7190	8317
货币资金	1163	1817	2353	2428	2771
应收及预付	1178	1084	1342	1573	1896
存货	1820	2151	2158	2380	2760
其他流动资产	542	668	735	809	890
非流动资产	7576	8826	8485	8923	9371
长期股权投资	3	4	4	4	4
固定资产	3309	4136	4047	4352	4645
在建工程	655	454	554	654	754
无形资产	2966	3100	3131	3214	3269
其他长期资产	644	1132	749	699	699
资产总计	12279	14546	15180	16220	17794
流动负债	6510	7454	7798	8503	9635
短期借款	1128	1220	1220	1220	1220
应付及预收	5280	5931	6277	6982	8114
其他流动负债	102	303	301	301	301
非流动负债	772	688	610	610	610
长期借款	449	510	510	510	510
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	323	178	100	100	100
负债合计	7281	8142	8408	9113	10245
股本	779	864	864	864	864
资本公积	2986	4132	4132	4132	4132
留存收益	1155	1171	1424	1748	2177
归属母公司股东权	4920	6166	6527	6851	7280
少数股东权益	78	237	245	255	268
负债和股东权益	12279	14546	15180	16220	17794

利润表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	15472	15520	17367	19882	23494
营业成本	12064	12158	13692	15701	18610
营业税金及附加	132	109	174	219	258
销售费用	2700	2752	2866	3181	3642
管理费用	307	273	278	328	388
财务费用	51	81	47	36	41
资产减值损失	16	9	3	2	1
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	-3	1	1	1
营业利润	202	135	307	416	554
营业外收入	78	101	41	43	46
营业外支出	16	36	8	22	24
利润总额	264	200	340	436	576
所得税	50	61	79	102	134
净利润	215	140	261	335	442
少数股东损益	1	7	8	10	13
归属母公司净利润	214	133	253	325	429
EBITDA	895	884	873	683	739
EPS（元）	0.27	0.15	0.29	0.38	0.50

现金流量表

单位：百万元

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	568	984	945	779	969
净利润	215	140	261	335	442
折旧摊销	626	655	515	230	143
营运资金变动	-284	102	9	176	347
其它	12	87	160	38	36
投资活动现金流	-1097	-1609	-289	-647	-568
资本支出	-976	-1362	-290	-648	-569
投资变动	-1	-120	1	1	1
其他	-120	-128	0	0	0
筹资活动现金流	1065	1119	-119	-58	-58
银行借款	1367	2293	0	0	0
债券融资	-1367	-1939	-62	0	0
股权融资	77	1397	0	0	0
其他	988	-633	-58	-58	-58
现金净增加额	535	494	537	74	343
期初现金余额	713	1163	1817	2353	2428
期末现金余额	1248	1658	2353	2428	2771

主要财务比率

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力(%)					
营业收入增长	25.8	0.3	11.9	14.5	18.2
营业利润增长	-53.0	-33.0	127.1	35.3	33.3
归属母公司净利润增长	-38.1	-37.9	90.7	28.2	32.1
获利能力（%）					
毛利率	22.0	21.7	21.2	21.0	20.8
净利率	1.4	0.9	1.5	1.7	1.9
ROE	4.3	2.2	3.9	4.7	5.9
ROIC	4.0	2.5	4.4	5.3	6.9
偿债能力					
资产负债率(%)	59.3	56.0	55.4	56.2	57.6
净负债比率	0.1	-	-	-0.1	-0.1
流动比率	0.72	0.77	0.84	0.85	0.86
速动比率	0.34	0.38	0.44	0.43	0.44
营运能力					
总资产周转率	1.47	1.16	1.17	1.27	1.39
应收账款周转率	168.72	131.07	147.53	138.81	143.04
存货周转率	7.30	6.12	6.52	6.76	6.89
每股指标（元）					
每股收益	0.27	0.15	0.29	0.38	0.50
每股经营现金流	0.73	1.14	1.09	0.90	1.12
每股净资产	6.32	7.14	7.55	7.93	8.43
估值比率					
P/E	59.4	107.1	42.5	33.1	25.1
P/B	2.6	2.3	1.6	1.6	1.5
EV/EBITDA	14.8	16.3	11.9	15.2	13.5

广发零售行业研究小组

洪　涛：首席分析师，浙江大学金融学硕士，2010 年开始从事商贸零售行业研究，2014 年进入广发证券发展研究中心。2016 年 IMAC 最受欢迎卖方分析师第二名，新财富批零行业第四名，水晶球最佳分析师第三名，金牛分析师第四名；2015 年新财富批零行业第四名，水晶球分析师第四名，金牛分析师第四名，第一财经分析师第三名；2014 年新财富批零行业第三名，水晶球分析师第二名，金牛分析师第三名。

叶　群：分析师，上海财经大学经济学硕士，2014 年进入证券行业，2016 年加入广发证券发展研究中心，曾就职于光大证券。2016 年 IMAC 最受欢迎卖方分析师第二名（团队），新财富批零行业第四名（团队），水晶球最佳分析师第三名（团队），金牛分析师第四名（团队）。

林伟强：研究助理，上海财经大学金融硕士，2015 年进入广发证券发展研究中心。2016 年 IMAC 最受欢迎卖方分析师第二名（团队），新财富批零行业第四名（团队），水晶球最佳分析师第三名（团队），金牛分析师第四名（团队）。

黄靖凯：研究助理，上海复旦大学经济学硕士，2015 年进入证券行业，2017 年加入广发证券发展研究中心，曾就职于中银国际证券。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%～+10%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。

谨慎增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%～+5%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路 9 号耀中广场 A 座 1401	深圳福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层	上海浦东新区世纪大道 8 号国金中心一期 16 层
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

免责声明

广发证券股份有限公司（以下简称“广发证券”）具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布，只有接收客户才可以使用，且对于接收客户而言具有相关保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。本报告的内容、观点或建议并未考虑个别客户的特定状况，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。