



2018-04-26

公司点评报告

增持/维持

步步高(002251)

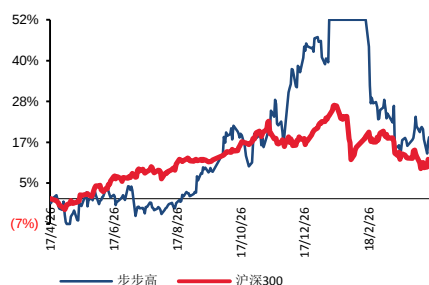
目标价: 20.70

昨收盘: 14.73

日常消费 食品与主要用品零售 II

转型扩张在即，关注经营改善空间

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	864/803
总市值/流通(百万元)	12,725/11,833
12 个月最高/最低(元)	19.01/11.66

相关研究报告：

步步高(002251)《西南地区规模扩张，前期技术投入为转型铺垫》
——2017/08/29

证券分析师：黄付生

电话：010-88695133

E-MAIL: huangfs@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190517030002

联系人：蔡小为

电话：0755-33329948

E-MAIL: caixw@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190117070013

事件：公司发布 2017 年年报，实现营业收入 172.5 亿元，同比增 11.51%，归母净利润 1.46 亿元，同比增 10.46%，扣非后净利润 1.21 亿元，同比增 68.11%。稀释每股收益 0.1695 元。业绩基本符合预告。

除亏损子公司后净利增 116.3%，单店增长空间大。公司 17 年 4 月份收购梅西商业，从收购日至年末所合并的梅西商业营业收入为 5.64 亿元，净亏损 3576 万元，若剔除收购对公司当期收入和业绩的影响，则当期公司主体收入实际同比增 7.9%，净利润增 34.3%；同时，三家子公司，重庆步步高商业有限责任公司、四川步步高商业有限责任公司、广西步步高商业有限责任公司开设新店带来费用增加，且新店尚处于培育期，使得三家当期分别实现亏损 8542 万、3406 万、3079 万。若在剔除梅西商业亏损的基础上进一步剔除三家子公司的亏损，则当期净利润 3.02 亿元，同比增 116.3%。

分业态来看，超市、百货、家电三大主力业态全年分别实现营业收入 102.4/39.9/12.1 亿元，同比增 10.11%/6.95%/26.81%。2017 年公司新开超市 40 家，12 月份新开 3 家“百货+超市”门店（贵港万豪店、泸州新天地店、岳阳新天地店），全年关闭 10 家扭亏无望或无法续租的门店。年末共计有超市 267 家，百货 51 家（含梅西商业门店），合计 318 家，覆盖 5 个省份。可比店数据来看，超市可比店（含家电）收入同比增 0.07%，推算超市整体收入增长主要来自于新增门店；百货可比店同比增 2.24%，而公司年末新开的三家百货门店对收入贡献有限，推算百货收入增量部分主要来自于所收购梅西百货的近 20 家门店。后续随着整合推进以及次新店的逐步成熟，可比店收入有望逐步改善。

展店提速致短期业绩承压，省外市场有待改善。单季度 Q1-Q4 营业收入分别为 47.3/39.6/40.3/45.4 亿元，同比增 5.6/15.1/10.1/16.4pcts，归母净利润分别为 1.51/0.56/-0.24/-0.37 亿元，其中三、四季度业绩的小幅下滑与梅西商业门店的装修改造以及自主新增门店带来的费用增长相关；公司 2017 年上半年收购梅西商业，将并购的门店纳入考虑范围，则 15/16/17 年全业态门店净增数量为 51/25/52 家，17 年明显提速。预计 2018 年公司新增超市 100 家，百货 3-5 家；未来三年预计新增百货 15 家（约 120 万平方米）。公司门店扩张提速，短期业绩有压力。

目前，省内可比店、省外可比店营业收入分别同比增 3.23%、-5.28%，而省内、省外营业收入总额的增速为 10.34%、13.56%；省内

可比店、省外可比店利润总额分别同比增 31.87%、14.59%。综合来看，省外存量门店尚有提升空间，未来有望通过加强整合和管理带动收入增长，供应链提效来提升业绩。

数字化转型利好供应链提效，综合毛利率和净利率有望提升。

2017 年综合毛利率 21.5%，同比小幅增 0.1 个百分点。分业态来看，超市、百货毛利率同比分别增 0.69pcts、-0.81pcts。期间费用率基本持平，2017 全年 20.0%，同比降 8bps。其中，销售费用率(17.68%)、管理费用率(1.73%)、财务费用率(0.52%)均基本持平，同比小幅变化 -5pbs、-2bps、0bps。17 年净利率 0.88%，同比降 2bps，净利率仍有改善空间。

随着公司省外扩张步伐的加快，公司经营的规模效应有望得到深化，同时仓储物流布局的强化和改善利于降低成本、提升毛利率。目前，公司已拥有湖南、广西、江西、四川、重庆五大省级中央园区，**20 余个各类型仓库，仓库总面积约 32 万平方米，自有物业仓库面积约 27 万平方米**；2017 年，公司仓储物流能力有所提升，新建了广西中央仓、江西冷链仓；改扩建了四川仓、重庆仓、江西常温仓；启动了城配仓与保税仓的建设。2018 年，公司数字化转型将加速推进，与京东在到家业务、智慧供应链（选品、补货、定价）供应链共享方面合作将降低采购成本、提高供应链效率。

内生与外延并进，激励制度利好中长期成长。2017 年公司外延扩张提速，通过收购梅西商业进一步巩固川渝市场，覆盖区域新增了四川泸州、广西贵港、江西九江等 10 个地县级市。截止 2017 年末，公司各业态门店 318 家，在湖南、广西两地的商业龙头地位得以巩固；江西市场亦将快速扩张占领超市市场份额，形成规模效应。公司牵手腾讯、京东后将借助腾讯的流量优势构建线上平台，京东的供应链资源和仓储物流优势丰富商品结构、提升供应链效率。

业态和品牌的持续升级。超市方面，卖场的迭代升级持续进行，公司目前所打造的第三代卖场在品类结构、消费者体验以及“超市+餐饮+APP”新零售模式方面较上一代卖场有显著改善，增添“鲜食演义”餐饮区域、加强进口货品、母婴、家居用品等热门 IP 布局。未来将逐步增大三代卖场的营业比例，同时逐步打造第四代卖场。品牌方面，公司确定与 100 家超市战略合作品牌供应商在供应链、物流仓储、技术和金融方面合作共享，共同提升业绩；自有品牌 SKU 数超过 600 个，覆盖 223 家门店，全年自有品牌业务销售同比增长 42.1%。

管理方面，公司 2017 年 8 月推行合伙人制度，利于激发员工内在动力，提升绩效，目前已在 20 多家门店推广；9 月实施员工持股计划，向包括董高监在内的 200 人募集不超过 2.21 亿元资金，存续期 36 个月，锁定期 12 个月，利于充分调动员工积极性，将员工利益与公司的长远发展绑定在一起，公司竞争力有望进一步提升。

盈利预测与评级：公司 2017 年以来单季度经营持续改善，收购

门店逐步调整到位，经营正逐渐步入改善周期；公司内部不断更新迭代，外部不断巩固广西的区域龙头地位同时向江西、川渝地区进一步扩张；线上巨头的赋能为公司扩张提效，有望实现毛利率和净利率的提升，收入和业绩的稳步增长。我们预计公司 18-20 年收入分别为 201.3/232.7/267.8 亿元，归母净利润分别为 2.0/2.7/3.7 亿元，EPS 为 0.23、0.31、0.43 元，对应当前股价 18PE 为 65X，维持“增持”评级。

风险提示：与腾讯、京东合作进程缓慢、同行业跨区竞争加剧。

■ 盈利预测和财务指标：

	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	17310.64	20125.35	23266.92	26780.22
(+/-%)	11.54%	16.26%	15.61%	15.10%
净利润(百万元)	146.45	197.91	270.24	373.55
(+/-%)	10.36%	35.13%	36.55%	38.23%
摊薄每股收益(元)	0.17	0.23	0.31	0.43
市盈率(PE)	87	65	47	34

资料来源：Wind，太平洋证券注：摊薄每股收益按最新总股本计算

利润表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	现金流量表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	17310.64	20125.35	23266.92	26780.22	净利润	151.68	206.03	280.85	388.43
营业成本	13538.15	15721.93	18134.24	20792.17	折旧与摊销	629.64	703.14	703.14	703.14
营业税金及附加	122.70	142.15	164.54	189.31	财务费用	89.96	0.50	-2.00	-5.00
销售费用	3060.61	3622.56	4181.07	4809.73	资产减值损失	8.14	8.00	8.00	8.00
管理费用	299.87	346.16	395.54	449.91	经营营运资本变动	-333.34	648.11	269.12	307.08
财务费用	89.96	0.50	-2.00	-5.00	其他	578.96	-9.50	-13.50	-12.10
资产减值损失	8.14	8.00	8.00	8.00	经营活动现金流净额	1125.04	1556.28	1245.61	1389.55
投资收益	4.91	4.00	5.00	4.00	资本支出	-961.13	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-754.11	4.00	5.00	4.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-1715.24	4.00	5.00	4.00
营业利润	216.93	288.05	390.54	540.11	短期借款	1174.02	-847.21	-938.45	-608.36
其他非经营损益	-0.93	6.00	10.00	14.00	长期借款	251.71	0.00	0.00	0.00
利润总额	216.00	294.05	400.54	554.11	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	64.33	88.02	119.69	165.68	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	151.68	206.03	280.85	388.43	其他	-843.91	-312.80	2.00	5.00
少数股东损益	5.22	8.12	10.61	14.89	筹资活动现金流净额	581.82	-1160.01	-936.45	-603.36
归属母公司股东净利润	146.45	197.91	270.24	373.55	现金流量净额	-9.42	400.27	314.16	790.19
资产负债表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	财务分析指标	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	1612.26	2012.54	2326.69	3116.88	成长能力				
应收和预付款项	1552.28	1601.50	1902.06	2239.67	销售收入增长率	11.54%	16.26%	15.61%	15.10%
存货	2026.59	2494.89	2881.36	3302.27	营业利润增长率	60.37%	32.78%	35.58%	38.30%
其他流动资产	588.53	740.23	856.14	973.32	净利润增长率	8.65%	35.84%	36.31%	38.31%
长期股权投资	2.58	2.58	2.58	2.58	EBITDA 增长率	7.46%	5.89%	10.08%	13.43%
投资性房地产	7.96	7.96	7.96	7.96	获利能力				
固定资产和在建工程	5269.44	4854.54	4439.64	4024.73	毛利率	21.79%	21.88%	22.06%	22.36%
无形资产和开发支出	2561.74	2409.79	2257.84	2105.88	三费率	19.93%	19.72%	19.66%	19.62%
其他非流动资产	2398.07	2261.78	2125.50	1989.22	净利率	0.88%	1.02%	1.21%	1.45%
资产总计	16019.46	16385.80	16799.77	17762.51	ROE	2.34%	3.08%	4.03%	5.28%
短期借款	2394.02	1546.81	608.36	0.00	ROA	0.95%	1.26%	1.67%	2.19%
应付和预收款项	4465.54	5246.24	6053.88	6930.05	ROIC	2.69%	2.36%	3.48%	5.14%
长期借款	761.71	761.71	761.71	761.71	EBITDA/销售收入	5.41%	4.93%	4.69%	4.62%
其他负债	1916.09	2143.02	2406.96	2713.45	营运能力				
负债合计	9537.36	9697.79	9830.92	10405.22	总资产周转率	1.13	1.24	1.40	1.55
股本	863.90	866.72	866.72	866.72	固定资产周转率	3.80	4.22	5.34	6.79
资本公积	4131.64	4128.82	4128.82	4128.82	应收账款周转率	165.53	219.26	193.71	163.76
留存收益	1230.70	1428.61	1698.85	2072.40	存货周转率	6.48	6.95	6.74	6.72
归属母公司股东权益	6226.37	6424.15	6694.39	7067.94	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	114.96%	—	—	—
少数股东权益	255.73	263.86	274.47	289.35	资本结构				
股东权益合计	6482.10	6688.01	6968.86	7357.29	资产负债率	59.54%	59.18%	58.52%	58.58%
负债和股东权益合计	16019.46	16385.80	16799.77	17762.51	带息债务/总负债	33.09%	23.80%	13.94%	7.32%
业绩和估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E	流动比率	0.66	0.77	0.89	1.01
EBITDA	936.53	991.69	1091.68	1238.25	速动比率	0.43	0.49	0.57	0.66
PE	87.17	64.51	47.24	34.18	每股指标				
PB	1.97	1.91	1.83	1.74	每股收益	0.17	0.23	0.31	0.43
PS	0.74	0.63	0.55	0.48	每股净资产	7.48	7.72	8.04	8.49
EV/EBITDA	14.44	12.10	9.85	7.55	每股经营现金	1.30	0.00	0.00	0.00

资料来源: WIND, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销 售 团 队

职务	姓名	手机	邮箱
销售负责人	王方群	13810908467	wangfq@tpyzq.com
北京销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
北京销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
北京销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
北京销售	李英文	18910735258	liyw@tpyzq.com
北京销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
北京销售	张小永	18511833248	zhangxiaoyong@tpyzq.com
上海销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
上海销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
上海销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
上海销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
上海销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq.com
广深销售副总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
广深销售	王佳美	18271801566	wangjm@tpyzq.com
广深销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
广深销售	查方龙	18520786811	zhaf@tpyzq.com
广深销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
广深销售	杨帆	13925264660	yangf@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321761

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。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或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我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。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。