

中航证券金融研究所

分析师：薄晓旭

证券执业证书号：S0640513070004

研究助理 刘琛

证券执业证书号 S0640118040009

电话：0755-83778731

邮箱：xiaoxu_bo@163.com

步步高 (002251):
智慧零售稳步推进，数字化体系优化升级

行业分类：商贸零售

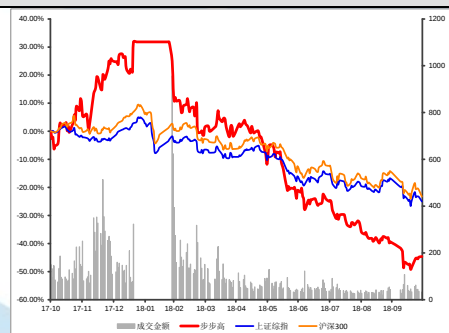
2018 年 10 月 29 日

公司投资评级	持有
当前股价 (18.10.29)	7.91 元

基础数据

上证指数	2542.10
总股本 (亿)	8.64
流通 A 股 (亿)	8.03
流通 B 股 (亿)	0
流通 A 股市值 (亿)	63.55
每股净资产 (元)	8.79
ROE(2018Q3)	3.06%
资产负债率	59.27%
动态市盈率	42.83
市净率	1.08

近一年公司指数与上证综指走势对比



资料来源：wind

2018 年三季度报告:

- 前三季度公司实现营业收入 138.48 亿元，同比增长 8.93%；归属于上市公司股东的净利润 1.97 亿元，同比增长 6.06%；归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 1.84 亿元，同比增长 3.44%，基本每股收益 0.23 元，同比增长 6.05%。
- 到家业务加速布局、数字化体系持续优化升级。报告期内，公司在数字化会员、数字化门店以及数字化营销等方面有较大突破与进展，在数字化会员方面，公司目前会员总数超 1300 万，数字化会员为 344 万（59% 为新会员）；数字化门店方面，在报告期内公司对南国店前置仓进行了智慧零售升级改造，提升了运营效率以及服务能力；而数字化营销方面，公司通过拼团、优惠券发放等营销手法以及多种购物场景的智慧化整合升级，在报告期内，以京东到家、步步高小程序到家为首的等渠道销售收入实现 2.5 亿元。随着智慧零售的转型持续深化，到家业务与数字化体系也将进一步优化升级。
- 毛利率上行，费用端显著增加。报告期内，公司毛利率为 22.81%，较上年同期增加 1.20 个百分点。公司期间费用率为 20.51%，较上年同期上升 1.20 个百分点，其中销售、管理和财务费用率分别为 17.62%、2.14% 和 0.69%，分别较上年同期提升 0.47、0.57 和 0.16 个百分点。费用端的增加，主要是由于公司报告期内持续推进“双核（超市、百货）+省区”的扁平化管理模式、开店力度的增大以及员工薪酬调整所致，财务费用较上年有所提升主要是由于银行借款增多导致的利息支出增加，受公司整体费用提升的影响，公司报告期内归母净利增速低于营收增速。
- 京腾联手赋能，智慧零售业态建设推进。报告期内，腾讯、京东通过自身丰富的大数据技术与其在智慧零售业态的资源持续对公司进行数字化的赋能改造，并且公司于今年 4 月与腾讯联手的首家智慧门店——步步高梅溪湖智慧零售旗舰店的业务订单也保持稳步增长，截止到 2018 年 9 月，该门店数字化会员已超过 17 万，会员销售占比大幅增长，已接近 75%，未来，在与腾讯、京东合作的日益深入，公司以超市业态为首的智慧零售布局将进一步提速，驱动公司经营效率加速提升。

股市有风险 入市须谨慎

中航证券金融研究所发布

证券研究报告

请务必阅读正文后的免责条款部分

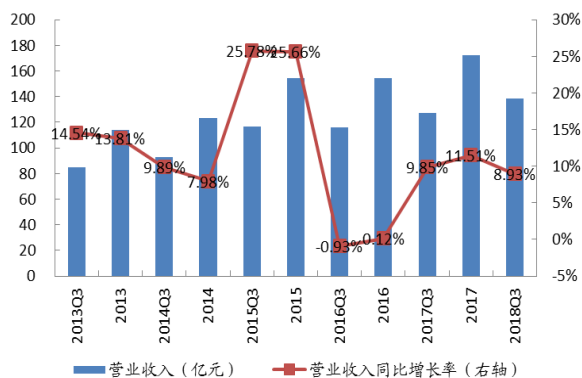
联系地址：深圳市深南大道 3024 号航空大厦 29 楼

公司网址：www.avicsec.com

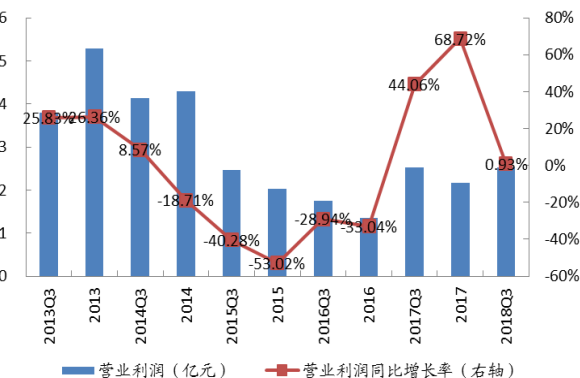
联系电话：0755-83692635

传真：0755-83688539

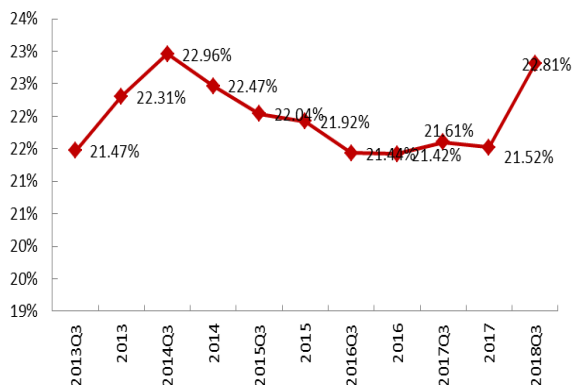
- **盈利预测与投资评级：**我们将公司2018-2020年每股收益小幅调整为0.226、0.301元、0.349元，对应的PE为35.01倍、26.30倍、22.67倍。根据目前的价格和估值情况，维持公司“持有”评级。公司未来将持续推进数字化、智能化的业态布局，在京东腾讯联手赋能改造下，公司业绩将迎来较大发展空间，建议持续关注。
- **风险提示：**社零增速下滑、数字化体系发展效果低于预期、多业态协同效果不及预期

图表 1：营业收入增速小幅放缓


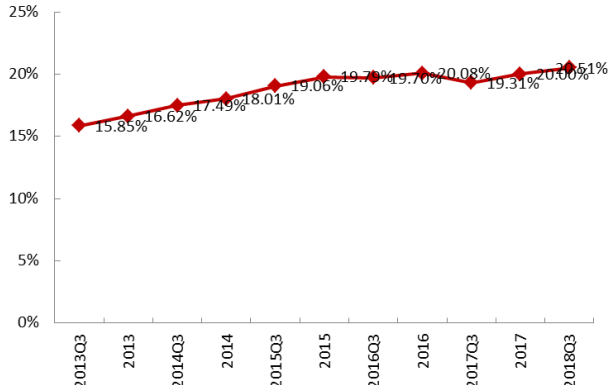
数据来源：Wind，中航证券金融研究所

图表 2：营业利润基本持平


数据来源：Wind，中航证券金融研究所

图表 3：毛利率大幅提升


数据来源：Wind，中航证券金融研究所

图表 4：期间费用率持续上升


数据来源：Wind，中航证券金融研究所

公司财务报表预测

财务和估值数据摘要						
单位:百万元	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	15451.61	15470.40	17250.41	18975.45	20835.05	22918.55
增长率(%)	25.66%	0.12%	11.51%	10.00%	9.80%	10.00%
归属母公司股东净利润	213.82	132.70	146.45	195.21	259.78	301.47
增长率(%)	-38.08%	-37.94%	10.36%	33.29%	33.08%	16.05%
每股收益(EPS)	0.248	0.154	0.170	0.226	0.301	0.349
每股股利(DPS)	0.164	0.135	0.100	0.136	0.180	0.227
每股经营现金流	0.650	1.126	1.289	2.143	1.482	2.478
销售毛利率	21.92%	21.42%	21.52%	22.00%	22.00%	22.10%
销售净利率	1.39%	0.90%	0.82%	1.07%	1.30%	1.37%
净资产收益率(ROE)	4.35%	2.15%	2.35%	3.10%	4.05%	4.63%
投入资本回报率(ROIC)	4.83%	2.84%	3.41%	3.29%	4.20%	5.31%
市盈率(P/E)	31.96	51.49	46.66	35.01	26.30	22.67
市净率(P/B)	1.39	1.11	1.10	1.08	1.07	1.05
股息率(分红/股价)	0.021	0.017	0.013	0.017	0.023	0.029

报表预测						
利润表	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	15451.61	15470.40	17250.41	18975.45	20835.05	22918.55
减: 营业成本	12063.98	12156.79	13538.15	14800.85	16251.34	17853.55
营业税金及附加	132.08	108.85	122.70	130.93	141.68	155.85
营业费用	2699.61	2752.48	3060.61	3377.63	3708.64	4125.34
管理费用	307.40	272.66	299.87	328.28	360.45	389.62
财务费用	51.33	80.98	89.96	72.73	5.12	-31.90
资产减值损失	15.84	9.02	8.14	7.50	7.50	7.50
加: 投资收益	0.06	-3.42	4.91	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	20.57	49.08	55.81	0.00	0.00	0.00
营业利润	202.00	135.27	191.71	257.54	360.33	418.60
加: 其他非经营损益	62.36	64.86	-0.93	0.10	0.10	0.10
利润总额	264.36	200.13	190.78	257.64	360.43	418.70
减: 所得税	49.85	60.52	49.30	64.41	90.11	104.68
净利润	214.51	139.60	141.48	193.23	270.32	314.03
减: 少数股东损益	0.69	6.90	5.22	7.92	10.54	12.56
归属母公司股东净利润	213.82	132.70	146.45	195.21	259.78	301.47

资产负债表	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	1054.25	1721.94	1514.84	558.52	1775.41	3738.05
应收和预付款项	1177.73	1084.31	1552.28	1415.77	1872.98	1768.41
存货	1819.93	2151.26	2026.59	2672.09	2656.22	3197.41
其他流动资产	539.47	665.35	581.08	700.00	700.00	700.00
长期股权投资	2.62	4.21	2.58	2.58	2.58	2.58

投资性房地产	10.01	8.99	7.96	6.31	4.66	3.02
固定资产和在建工程	3963.75	4589.91	5269.44	4585.40	3872.29	3159.19
无形资产和开发支出	1799.96	1850.47	2561.74	2386.95	2212.16	2037.38
其他非流动资产	1665.28	2198.59	2176.44	1934.85	1370.57	916.30
资产总计	12033.01	14275.02	15692.96	14262.47	14466.88	15522.33
短期借款	1127.57	1220.00	2394.02	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	5100.92	5704.30	5692.85	6580.28	6670.23	7607.61
长期借款	449.00	510.00	761.71	761.71	761.71	761.71
其他负债	357.59	436.01	362.27	362.27	362.27	362.27
负债合计	7035.08	7870.31	9210.86	7704.27	7794.22	8731.60
股本	778.99	863.90	863.90	863.90	863.90	863.90
资本公积	2986.25	4131.64	4131.64	4131.64	4131.64	4131.64
留存收益	1154.97	1171.80	1230.82	1308.91	1412.82	1518.33
归属母公司股东权益	4920.20	6167.34	6226.37	6304.45	6408.36	6513.87
少数股东权益	77.73	237.37	255.73	263.66	274.20	286.76
股东权益合计	4997.93	6404.71	6482.10	6568.11	6682.56	6800.63
负债和股东权益合计	12033.01	14275.02	15692.96	14272.37	14476.78	15532.23
现金流量表	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
经营性现金净流量	561.93	973.14	1113.29	1851.54	1280.30	2140.37
投资性现金净流量	-1097.36	-1609.02	-1715.24	-212.60	110.08	0.08
筹资性现金净流量	1064.52	1119.21	581.82	-2595.25	-173.49	-177.80
现金流量净额	529.08	483.32	-21.17	-956.32	1216.89	1962.64

资料来源: Wind、中航证券金融研究所

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下:

- 买入 : 预计未来六个月总回报超过综合指数增长水平, 股价绝对值将会上涨。
持有 : 预计未来六个月总回报与综合指数增长相若, 股价绝对值通常会上涨。
卖出 : 预计未来六个月总回报将低于综合指数增长水平, 股价将不会上涨。

我们设定的行业投资评级如下:

- 增持 : 预计未来六个月行业增长水平高于中国国民经济增长水平。
中性 : 预计未来六个月行业增长水平与中国国民经济增长水平相若。
减持 : 预计未来六个月行业增长水平低于中国国民经济增长水平。

我们所定义的综合指数, 是指该股票所在交易市场的综合指数, 如果是在深圳挂牌上市的, 则以深圳综合指数的涨跌幅作为参考基准, 如果是在上海挂牌上市的, 则以上海综合指数的涨跌幅作为参考基准。而我们所指的中国国民经济增长水平是以国家统计局所公布的国民生产总值的增长率作为参考基准。

分析师简介

薄晓旭, SAC 执业证书号: S0640513070004, 金融学硕士, 2011 年 7 月加入中航证券金融研究所, 从事商贸零售、餐饮旅游行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容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、未来也不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明:

本报告并非针对或意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照只用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为其客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性, 而中航证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。并不能依靠本报告以取代行使独立判断。中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。