



Research and  
Development Center

# 回归超市主业，业绩逐渐好转的西南零售龙头

——步步高（002251.sz）深度报告

2020年1月13日

李丹 行业分析师  
燕楠 行业分析师

## 证券研究报告

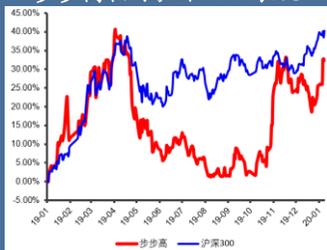
### 公司研究——深度报告

#### 步步高 (002251.sz)

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

首次评级

步步高相对沪深300表现



资料来源：万得，信达证券研发中心

#### 公司主要数据 (2020.1.10)

收盘价(元)	9.65
52周内股价波动区间(元)	7.07—10.5
最近一月涨跌幅(%)	5.49
总股本(亿股)	8.64
流通A股比例(%)	100
总市值(亿元)	84

资料来源：信达证券研发中心

信达证券股份有限公司  
CINDA SECURITIES CO.,LTD  
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼  
邮编：100031

李丹 分析师

执业编号：S1500518010001

联系电话：+86 10 83326735

邮箱：lidan@cindasc.com

燕楠 分析师

执业编号：S1500517040001

联系电话：+86 10 83326715

邮箱：yannan@cindasc.com

## 回归超市主页，业绩逐渐好转的西南零售龙头

2020年1月13日

### 本期内容提要：

◆ **超市：回归主业，把生鲜核心能力的建设放到第一位。**我们认为未来的超市行业趋势在于卖场内生鲜和熟食品类占比持续提升，生鲜和熟食品类经营能力的高低构成超市公司核心竞争力的差异。步步高在新零售风口逐渐降温，向做强供应链转变的行业趋势下，也开始将生鲜核心能力的建设放到第一位。2019年步步高战略重心为高度聚焦于以生鲜为核心的供应链变革，以及数字化的推行。通过基地、联采、供应链中台等关键举措的推行，步步高生鲜供应链变革已经基本将供应链全链条环节打透。在众多举措精心打磨供应链的举措下，目前步步高大卖场在湖南地区的生鲜销售和毛利增长均达到两位数。数字化改造方面，公司首家测试门店蔬菜、水果、肉类、水产四大生鲜核心品类持续、稳健大幅增长，肉类水产销售倍增，蔬果单月毛利额增长良好，从而带动全店整体客流、销售和毛收入的高速增长。其中完成推广的10余家可比门店，三季度生鲜四大核心品类销售增长21%，毛利率提升6%，渗透率提升3%。

◆ **百货：不再大规模扩张，存量盘活逐步扭亏为盈。**湖南大本营：传统优势区域，做强省会和县级市。湖南在整体营收占比中超过60%，是公司传统优势区域。公司2016年新建的长沙梅溪新天地各项运营指标持续向好，1-9月客流增长10%+，GMV增长30%+，该项目已提前两年结束培育期进入盈利期，将成为公司持续盈利的重要增长点。广西地区：收购南城百货进军广西市场，目前市场份额第一。前期南城百货在利润承诺压力下，拓店策略较为保守，费用管控比较严格，后续随着广西物流园的投入使用，供应链效率的提升可以更好的赋能门店。川渝地区：重庆地区方面，由于持续的亏损，公司计划逐步退出重庆市场，将重庆地区的超市和百货逐步转交给重庆百货，待超市百货陆续剥离出去后，重庆地区会大幅减亏。江西地区：扭亏为盈，密集开店为拓展策略。通过拆分各个省市地区的业务情况，我们发现步步高2019年江西区域大幅扭亏为盈、四川区域大幅减亏，未来随着精细化运作，供应链不断增强带来的效率提升，我们认为公司业绩会持续好转。

◆ **股价催化剂：**消费数据转暖、公司业绩超预期。

◆ **盈利预测与投资评级：**我们预计公司2019-2021年归母净利润分别为1.61亿元、1.78亿元、1.97亿元；根据公司目前8.64亿股总股本计算，摊薄每股收益分别为0.19元、0.21元、0.23元。给予“增持”评级。

◆ **风险因素：**消费复苏不达预期、公司新开店速度不达预期、同店增长放缓。

重要财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入(百万元)	17,310.64	18,455.69	19,722.52	21,122.82	22,664.78
增长率 YoY %	11.54%	6.61%	6.86%	7.10%	7.30%
归属母公司净利润(百万元)	150.87	155.56	161.22	178.11	196.81
增长率 YoY%	13.01%	3.11%	3.64%	10.48%	10.50%
毛利率%	21.79%	23.27%	23.34%	23.38%	23.41%
净资产收益率 ROE%	2.46%	2.29%	2.15%	2.33%	2.52%
EPS(摊薄)(元)	0.17	0.18	0.19	0.21	0.23
市盈率 P/E(倍)	55	54	52	47	42
市净率 P/B(倍)	1.36	1.12	1.11	1.08	1.05

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测

注: 股价为 2020 年 1 月 10 日收盘价

## 目 录

投资聚焦 .....	1
公司简介 .....	2
公司基本情况 .....	2
公司股权结构 .....	3
公司业务布局 .....	4
超市：回归主业，把生鲜核心能力的建设放到第一位 .....	7
多种探索尝试后，确立生鲜核心能力建设的重要性 .....	7
阶段一：起家于湘潭，“农村包围城市”的战略进行拓张 .....	7
阶段二：引入外籍职业经理人团队，提升超市管理水平 .....	8
阶段三：电商冲击下，自建电商平台迎接挑战 .....	8
阶段四：新零售风口下，打造鲜食演义 .....	8
阶段五：精心打磨供应链，把生鲜核心能力的建设放到第一位 .....	9
数字化转型成效凸显 .....	10
百货：不再大规模扩张，存量盘活逐步扭亏为盈 .....	10
湖南大本营：传统优势区域，做强省会和县级市 .....	10
广西地区：收购南城百货进军广西市场，目前市场份额第一 .....	11
川渝地区：收购梅西百货进军四川市场，集团入股重百 .....	12
江西地区：扭亏为盈，密集开店为拓展策略 .....	12
重心由扩张转为存量消化，存量盘活逐步扭亏为盈 .....	13
盈利预测与评级 .....	14
基本假设和盈利预测 .....	14
风险因素 .....	15

## 表 目 录

表 1：截止至 2018 年底公司门店分布情况 .....	2
表 2：步步高前十名股东持股情况（2019 年三季报） .....	3
表 3：2018 年 2 月腾讯和京东入股后股份变动 .....	3
表 4：2017-2019H1 各主要地区营收及业绩情况 .....	13
表 5：步步高三费假设 .....	14

## 图 目 录

图 1：2011-2019 前三季度公司营业收入及同比增长（单位：亿元，%） .....	2
图 2：2011-2019 前三季度公司归母净利润及同比增长（单位：亿元，%） .....	2
图 3：各业态的营业收入（单位：亿元） .....	5
图 4：各品类在营收中占比 .....	5
图 5：各业态的毛利率（单位：%） .....	5
图 6：湖南和省外地区的营业收入（单位：亿元） .....	6
图 7：湖南和省外地区在营收中占比 .....	6
图 8：2013-2018 年超市和百货新开门店数量 .....	6
图 9：2017-2018 年湖南和省外新开门店数量 .....	6
图 10：1995 年湘潭解放路第一家步步高超市 .....	7
图 11：1999 年第一家外埠门店株洲新华店 .....	7
图 12：2008-2015 年步步高人均劳效（单位：万元/人） .....	8
图 13：2008-2015 年步步高毛利率及净利率（单位：%） .....	8
图 14：鲜食演义门店 .....	9
图 15：鲜食演义长沙梅溪湖店 .....	9
图 16：梅溪书院内景图 .....	11
图 17：梅溪湖购物中心内景 .....	11

## 投资聚焦

### 核心观点

步步高 1995 年创立于湖南湘潭，是一家以超市连锁和百货为主的多业态综合性零售渠道商。2005 年始，公司加快省外扩张，陆续进入江西、川渝、广西地区，市场份额不断扩大。2015 年，公司收购了广西地区连锁商品零售龙头企业南城百货。收购完成后，公司成为湖南、广西两地连锁商品零售龙头企业，逐步形成“立足湖南、跨区发展”的业务格局。截止至 2019 年第二季度，公司拥有各业态门店 381 家（超市业态门店 329 家、百货业态门店 52 家），面积合计约 449 万平方米。门店涵盖湖南、广西、江西、川渝地区。

我们认为未来的超市行业趋势在于卖场内生鲜和熟食品类占比持续提升，生鲜和熟食品类经营能力的高低构成超市公司核心竞争力的差异。步步高在新零售风口逐渐降温，向做强供应链转变的行业趋势下，也开始将生鲜核心能力的建设放到第一位。2019 年步步高战略重心为高度聚焦于以生鲜为核心的供应链变革，以及数字化的推行。通过基地、联采、供应链中台等关键举措的推行，步步高生鲜供应链变革已经基本将供应链全链条环节打透。王填董事长在 2019 步步高超市全球供应商峰会发言时表示，在众多举措精心打磨供应链的举措下，目前步步高大卖场在湖南地区的生鲜销售和毛利增长均达到两位数。数字化改造方面，公司首家测试门店蔬菜、水果、肉类、水产四大生鲜核心品类持续、稳健大幅增长，肉类水产销售倍增，蔬果单月毛利额增长良好，从而带动全店整体客流、销售和毛收入的高速增长。其中完成推广的 10 余家可比门店，三季度生鲜四大核心品类销售增长 21%，毛利率提升 6%，渗透率提升 3%。

我们认为步步高对生鲜供应链的不断优化打磨以及数字化的推行会持续提升公司的竞争力，逐渐提升门店效率，增强竞争优势。

业绩方面，一方面随着重庆地区超市、百货的不断剥离、江西业绩好转带来大幅减亏，一方面随着公司最大单体商业综合体长沙梅溪新天地提前两年进入盈利期释放利润，我们认为未来 2-3 年公司业绩具有较大弹性，值得关注。

### 市场表现催化剂

数据转暖、公司业绩超预期。

### 盈利预测与投资评级

我们预计公司 2019-2021 年归母净利润分别为 1.61 亿元、1.78 亿元、1.97 亿元；根据公司目前 8.64 亿股总股本计算，摊薄每股收益分别为 0.19 元、0.21 元、0.23 元。给予“增持”评级。

**风险因素：**消费复苏不达预期、公司新开店速度不达预期、同店增长放缓。

## 公司简介

### 公司基本情况

步步高 1995 年创立于湖南湘潭，是一家以超市连锁和百货为主的多业态综合性零售渠道商，超市业态又细分为：Hypermart（大卖场）、Supermart（超市）、Emart（家电专业店）等；百货业态细分为：步步高广场、步步高百货、步步高城市生活广场等。2005 年始，公司加快省外扩张，陆续进入江西、川渝、广西地区，市场份额不断扩大。2015 年，公司收购了广西地区连锁商品零售龙头企业南城百货。收购完成后，公司成为湖南、广西两地连锁商品零售龙头企业，逐步形成“立足湖南、跨区发展”的业务格局。截止至 2019 年第二季度，公司拥有各业态门店 381 家（超市业态门店 329 家、百货业态门店 52 家），面积合计约 449 万平方米。门店涵盖湖南、广西、江西、川渝地区。

2008 年 6 月公司在深圳深交所上市，截止至 2020 年 1 月 10 日公司总股本为 8.64 亿股，总市值 83 亿，实际控制人是王填先生。

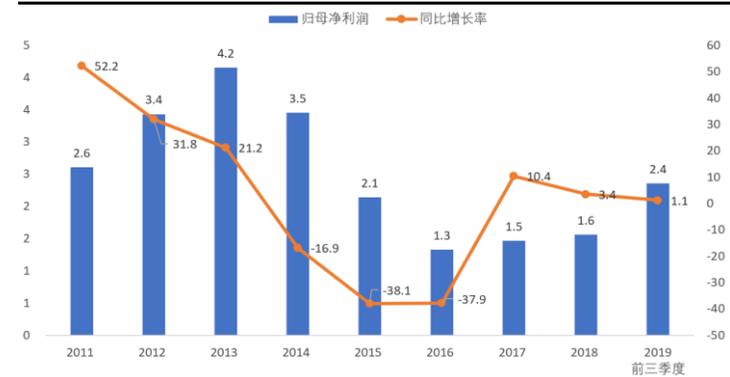
截止至 2019 年 Q3，公司 2019 年营业收入为 148.00 亿元，同比增长 5.4%；归母净利润为 2.36 亿元，同比增长 1.12%。

图 1: 2011-2019 前三季度公司营业收入及同比增长(单位: 亿元, %)



资料来源: 万得, 信达证券研发中心整理

图 2: 2011-2019 前三季度公司归母净利润及同比增长(单位: 亿元, %)



资料来源: 万得, 信达证券研发中心整理

表 1: 截止至 2018 年底公司门店分布情况

	超市			百货		
	门店数量	建筑面积 (平方米)	单店面积 (平方米)	门店数量	建筑面积 (平方米)	单店面积 (平方米)
湖南省	189	1203240	6366.349	29	1347092	46451.45
外省	101	844018	8356.614	22	760604	34572.91
合计	290	2047258	7059.51	51	2107696	41327.37

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心整理

## 公司股权结构

表 2: 步步高前十名股东持股情况 (2019 年三季度)

机构名称	股东性质	持股比例	持股数量
步步高投资集团股份有限公司	境内非国有法人	34.99	302,241,133
张海霞	境内自然人	6.01	51,958,322
林芝腾讯科技有限公司	境内非国有法人	6.00	51,834,237
钟永利	境内自然人	5.59	48,249,629
江苏京东邦能投资管理有限公司	境内非国有法人	5.00	43,195,198
星辰 16 号事务管理类单一资金信托	其他	3.93	33,967,391
香港中央结算有限公司(陆股通)	境外法人	2.17	18,772,886
顺景 40 号单一资金信托	其他	1.93	16,689,312
步步高商业连锁股份有限公司-第一期员工持股计划	其他	1.69	14,607,095
优势甄选 1930 保险资产管理产品	其他	1.50	12,958,500

资料来源: 公司 2019 年三季度报, 信达证券研发中心整理

王填先生为实际控制人, 腾讯和京东参股。截止至 2019 年 Q3, 公司大股东步步高投资集团股份有限公司 (以下简称“步步高集团”) 直接持有公司 34.99% 的股份, 是第一大股东; 王填通过持有步步高集团的 69.96% 的股份从而间接持有公司 24.5% 的股份, 为公司实际控制人。第二大股东张海霞女士为王填先生的配偶, 夫妇两人合计持有公司的 30.51% 的股份。除王填持有的 69.96% 股份外, 剩下的 30.04% 股权为 130 余名自然人持有, 他们均为公司、子公司及其他关联公司人力资源管理体系中六级以上的中高层管理人员。

表 3: 2018 年 2 月腾讯和京东入股后股份变动

股东名称	变动前		变动增减		变动后	
	数量 (股)	比例 (%)	数量 (股)	比例 (%)	数量 (股)	比例 (%)
张海霞	77,875,389	9.01	-34,556,158	-4	43,319,231	5.01
新沃基金	33,967,391	3.93%	-17,278,079	-2	16,689,312	1.93
钟永利	87,125,248	10.09%	-25,917,119	-3	61,208,129	7.09
步步高集团	319,519,212	36.99	-17,278,079	-2	302,241,133	34.99
林芝腾讯	0	0	51,834,237	6	51,834,237	6
京东邦能	0	0	43,195,198	5	43,195,198	5

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心整理

2018年2月公司发布公告称，与深圳市腾讯计算机系统有限公司、北京京东世纪贸易有限公司签署《战略合作框架协议》。三方以共同发展“智慧零售”、“无界零售”为愿景，一致同意建立长期战略合作伙伴关系，三方将在构建新能力、构筑“数字化”运营体系、最终营造新生态等领域开展深入合作，实现零售行业的价值链重塑。未来三方的合作主要在以下几个方面：

- **探索“智慧零售”、“无界零售”新价值链：**三方共同以“去中心化”为理念，以技术革新为驱动，以数据产品、互联网工具、供应链能力为赋能手段，推动以经营进销差为核心的传统模式，向经营顾客全生命周期的新模式转型。
- **线上流量赋能：**步步高以小程序、公众号为承载工具，建立微信内商城，作为步步高的线上主要自营电商平台，充分发挥腾讯社交流量与场景优势。同时以京东到家为主要电商平台，充分发挥京东线上运营、物流履约、商品数字化能力的优势。
- **线下业态科技创新：**通过扫码购物、店内导航、智能收银、门店 SaaS 系统、智慧供应链、无人店技术等应用场景，持续提升门店用户体验，并实现运营效率的长足提升。
- **供应链赋能：**以持续提高步步高经营效率为目的，利用京东货品供应链优势，及仓配物流全国覆盖的触达能力，提升步步高货品供应链丰富度及履约效率。
- **共建赋能方案：**各方积极探索通过合资公司或其他资本合作方式，共同探索孵化新技术在线下场景的应用转化。

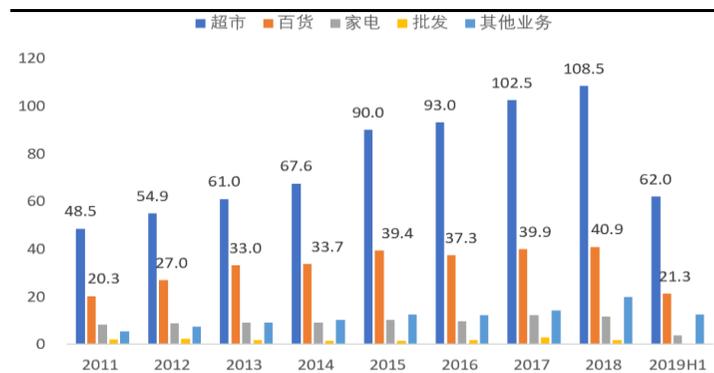
按照协议，公司股东张海霞、新沃基金、钟永利、步步高集团作为股份出让方，以协议签署之日前1个交易日的步步高股票收盘价的90%为基础确定17.11元/股的价格向腾讯和京东出让股份。在股份转让后，腾讯出资8.87亿元受让公司6%的股份，京东出资7.39亿元受让公司5%的股份，截止至2019年三季报，腾讯和京东分别是公司第三和第五大股东。

## 公司业务布局

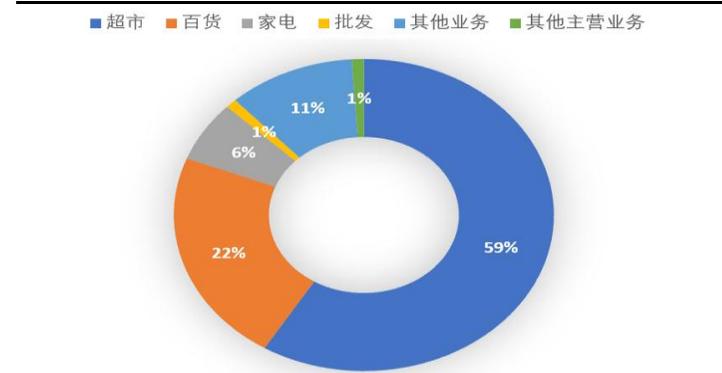
### 从业态看，公司以全面推进超市业务为主

公司主营业态是超市、百货、家电、批发和其他业务，其中超市和百货占比较大。2018年超市和百货业态分别实现营收108.5亿元和62亿元，在营收中占比分别为59%和22%。

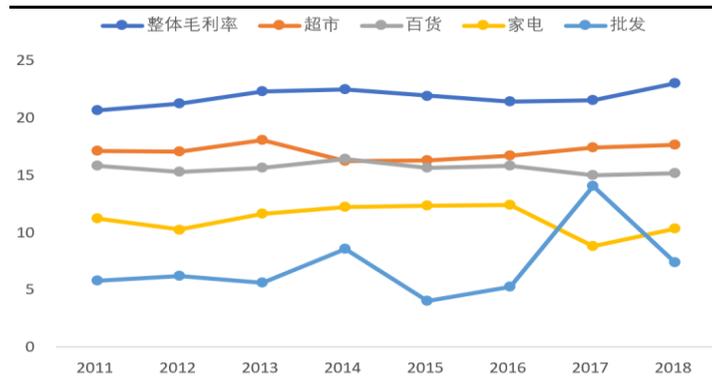
公司整体毛利率近两年稳中有升，分业态来看，百货毛利率保持平稳，维持在15%左右波动，超市毛利率在2015年以来保持稳步上升态势，2015-2018年毛利率分别为16.27%、16.71%、17.40%和17.66%。公司其他业务毛利率在80%以上，在该板块影响下，公司整体毛利率获得提振，2018年公司整体毛利率为23.03%，高于百货和超市的毛利率。

**图 3: 各业态的营业收入 (单位: 亿元)**


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

**图 4: 各品类在营收中占比**


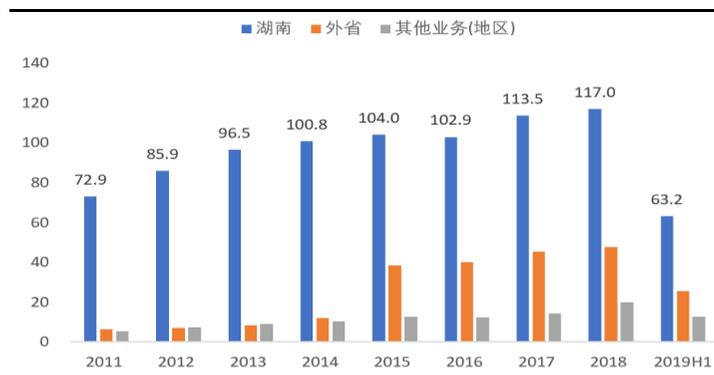
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

**图 5: 各业态的毛利率 (单位: %)**


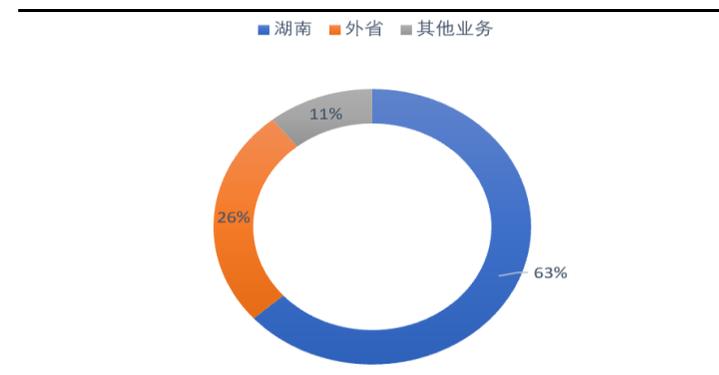
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

### 从区域看, 公司深耕湖南, 辐射大西南

从区域看, 公司起家于湖南湘潭, 湖南省是公司大本营, 亦是发展重心区域。2018 年公司在湖南省实现营业收入 117 亿元, 在整体营业收入中占比为 63%。在由湖南省向周边省份扩张过程中, 公司逐渐通过收购以及自身开店方式进入江西、川渝、广西地区。2018 年外省地区实现营业收入 47.55 亿元, 在整体营收中占比为 26%。

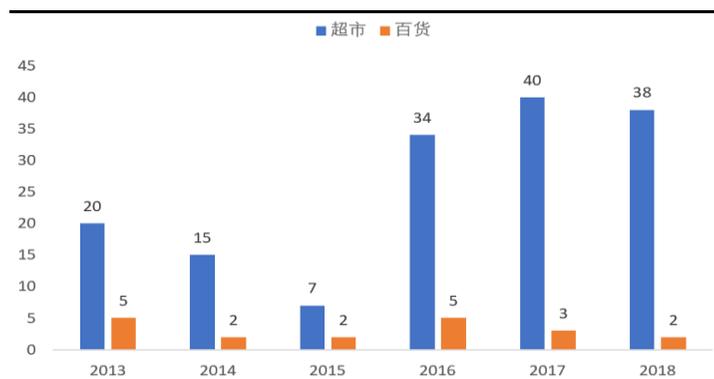
**图 6: 湖南和省外地区的营业收入 (单位: 亿元)**


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

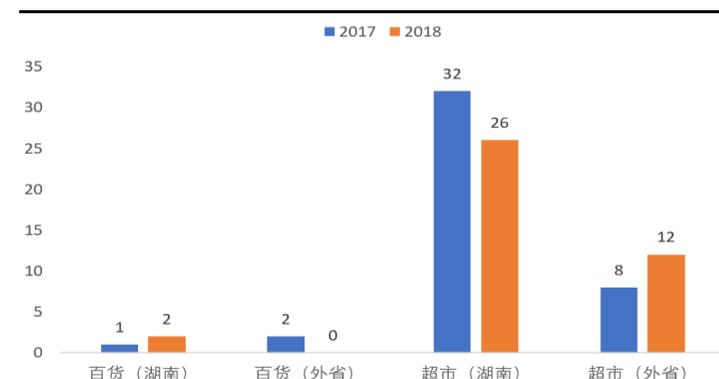
**图 7: 湖南和省外地区在营收中占比**


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

在新开门店方面, 公司侧重新开超市业态。公司从 2016 年开始新开百货门店逐年下滑, 从 2016 年的 5 家下降至 2018 年的 2 家。超市方面保持较为积极的开店战略, 近三年新开门店都在 30 家以上, 2016-2018 年分别新开超市 34/40/38 家门店。2019 年公司在落实“做实湖南, 快速做强广西, 做好江西和四川”的战略部署下, 计划开出 100 家门店, 截止至 2019 年上半年, 公司新开超市门店 42 家, 百货 1 家, 展店速度符合预期。

**图 8: 2013-2018 年超市和百货新开门店数量**


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

**图 9: 2017-2018 年湖南和省外新开门店数量**


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

2017 年公司在湖南和外省分别新开 32 家和 8 家, 2018 年公司在湖南和外省分别新开 26 家和 12 家。业态重心上, 可以看出公司拓展区域上, 公司近年来侧重在湖南省内拓展。

## 超市：回归主业，把生鲜核心能力的建设放到第一位

### 多种探索尝试后，确立生鲜核心能力建设的重要性

在梳理公司发展历史后，我们看到步步高在行业的每一个发展阶段都积极做出响应来紧跟趋势变化。步步高早期避开大城市，选择了“农村包围城市”的拓张战略，实现了从湘潭逐渐扎根湖南并向周边省份渗透的扩张增长。在大卖场业态受到中国消费者喜爱和追捧的时期，公司在09年引入了外籍职业经理人团队对超市业态的供应链建设、门店陈设、人员管理等全方位做了改进，效率得到提升。13年在电商冲击下公司通过搭建电商平台来进行跨境购业务的试水。16年在新零售风口下，公司又布局了购物+餐饮的“鲜食演义”业态来实现线上+线下的融合。2019年来，随着新零售的热度降低，超市行业回归本质，生鲜品类经营能力的高低构成超市公司核心竞争力的差异。响应行业趋势，步步高也树立了“回归主业，把生鲜核心能力的建设放到第一位”的战略思想。2018年10月在步步高全球供应链峰会上，步步高集团董事长王填正式宣布，他将从2019年1月1日起回归零售，回到集团快消品业务，重新担任步步高商业连锁股份有限公司CEO，同时步步高集团的战略也将回归到零售业务。

### ● 阶段一：起家于湘潭，“农村包围城市”的战略进行拓张

图 10：1995 年湘潭解放路第一家步步高超市



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

图 11：1999 年第一家外埠门店株洲新华店



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

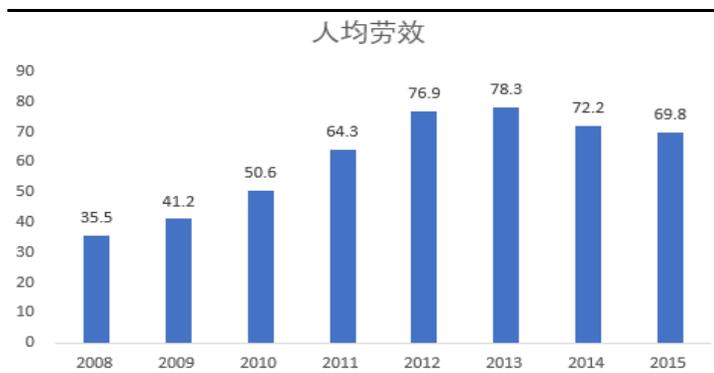
1995年，步步高第一家门店在湘潭解放路口开业。90年代中期现代连锁经营刚在中国萌芽，中国当时的一些中心城市商业化程度较高，已经有了大型商业和外资零售商的进入。而在中小城市，连锁商业还未成型。在这种背景下，步步高选择了“农村包围城市”的战略，没有去大城市直接面对激烈的市场竞争，而是选择先进入中小城市。在最初的几年中，步步高牢牢锁定湖南二、三线城市，跑马圈地，布局网点，先是在湘潭、株洲两个大本营密集开店，紧接着沿湘西北线，在岳阳、益阳、常德、张家界等城市大量“圈地”，同时跑马“下乡”，在湖南的市县相继开店，后来顺湘南线，在邵阳、永州、郴州等二级城市布点经营，靠稳打稳扎一步一步奠定了坚实的网格布局。

● **阶段二：引入外籍职业经理人团队，提升超市管理水平**

考虑到公司的长远发展和管理水平的提升，步步高在 2009 年引入了以 Noel Trinde 为首的外籍管理团队。团队中有来自法国、西班牙、英国、新西兰、印度尼西亚、菲律宾、加拿大等 8 大国家的 12 名国际零售业精英，他们以一个整体团队的形式植入到步步高超市业态的高级管理层，Noel Trinde 本人担任步步高超市事业部首席执行官。在入职步步高之前，Noel Trinde 曾是玛泰哈利(Matahari)零售事业部的 CEO，Noel Trinde 具有较为丰富的零售管理经验。Matahari 是印度尼西亚最大的综合性集团之一，其中 Matahari 零售集团又拥有超市、大卖场、百货店和娱乐中心等多样化的零售业态形式。

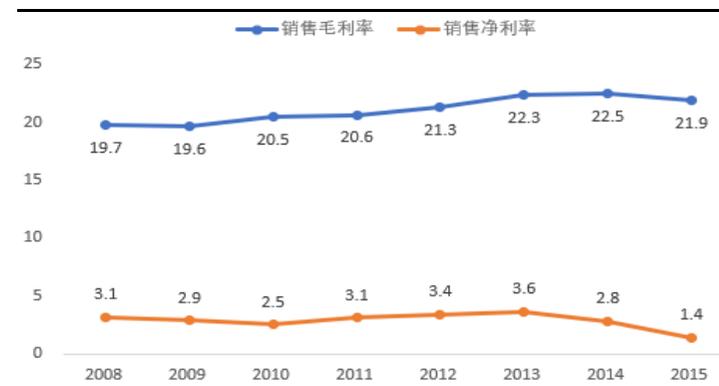
外籍专业管理团队的加入提升了公司超市业态门店的品类管理和空间管理水平。一方面，超市事业部通过梳理采购流程，增加直采比例以及整合供应商，提高了供应链效率，实现了综合毛利率的提升。另一方面，超市事业部推进了门店标准化程度，对于门店标识、陈设、灯光等进行统一改造升级，并依据类型及营业面积再实施分档管理，令门店卖场环境和视觉效果都提升到新档次。

图 12：2008-2015 年步步高人均劳效（单位：万元/人）



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 13：2008-2015 年步步高毛利率及净利率（单位：%）



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

● **阶段三：电商冲击下，自建电商平台迎接挑战**

为了应对电商的冲击，步步高 2013 年 12 月上线了步步高商城进行线上销售，2014 年 10 月推出“云猴全球购”APP。云猴全球购是步步高电商云猴网重要业务板块之一，首期精选出母婴和保健品，将逐步增加到食品、个人护理、美妆、箱包服饰等品类，云猴全球购可向全国用户发货。运营了三年后，随着国内跨境购税收政策的调整，跨境购业务遭遇很大压力，发展空间受限，云猴全球购于 2017 年 12 月 31 日正式关停业务。

● **阶段四：新零售风口下，打造鲜食演义**

鲜食演义是步步高“精品超市+品质餐饮+云猴精选 APP”的新零售业态。2017 年 6 月 8 日，第一家门店亮相长沙梅溪湖步步高新天地 B1 层超市，打造了国际美食、地方美食、生鲜体验区等多个窗口。后续与云猴精选 APP 打通后，主打“精品超

市+在店餐饮+APP 在线配送”，提供都市人厨房解决方案，形成新餐饮模式闭环。鲜食演义主要在原有的超市业态上做出了三点改变：调品种、改布局、减流程。调品种：淘汰了诸如山货、干货、保健品等品类的单品，把传统超市里的食品和熟食区域扩大化，引进更多的美食，所有的东西都可以现场加工和堂吃。改布局：鲜食演义的植入让生鲜区的面积由原来的 35%或 40%扩大到一半，同时杂货的布局更加紧凑。压缩传统品类面积，把原来传统大类升级成品类中心，取而代之的是一个诸如文具、玩具、家居、母婴的品类中心。减流程：优化了九个店内流程，现在整个购物过程的收银在一个地方就可以解决，每个档口都有收银台，都可以付款。熟食区顾客直接扫码支付，不用再专程先结账再次进门店进行熟食加工。

图 14: 鲜食演义门店



资料来源：联商网，信达证券研发中心

图 15: 鲜食演义长沙梅溪湖店



资料来源：联商网，信达证券研发中心

### ● 阶段五：精心打磨供应链，把生鲜核心能力的建设放到第一位

目前传统农贸市场是我国居民主要购买生鲜渠道，占比为 73%，超市渠道占比 22%为第二大渠道。由于生鲜保质期短、运输半径短、易损耗的特性，目前生鲜消费被电商渠道分流的并不多，线上渠道占比只有 3%左右。对于超市行业，更够提供更丰富、新鲜、价格有竞争力的生鲜和熟食产品是不断从农贸市场抢夺份额的关键所在。基于此，我们认为未来的超市行业趋势在于卖场内生鲜和熟食品类占比持续提升，生鲜和熟食品类经营能力的高低构成超市公司核心竞争力的差异。

步步高在新零售风口逐渐降温，向做强供应链转变的行业趋势下，也开始将生鲜核心能力的建设放到第一位。2018 年 10 月在步步高全球供应链峰会上，步步高集团董事长王填宣布他本人将从 2019 年 1 月 1 日起回归零售，同时步步高集团的战略也将回归到零售业务。2019 年步步高战略重心为高度聚焦于以生鲜为核心的供应链变革，以及数字化的推行。通过基地、联采、供应链中台等关键举措的推行，步步高生鲜供应链变革已经基本将供应链全链条环节打透。王填董事长在 2019 步步高超市全球供应商峰会发言时表示，在众多举措精心打磨供应链的举措下，目前步步高大卖场在湖南地区的生鲜销售和毛利增长均达到两位数。

截至 2018 年底，公司拥有湖南、广西、江西、四川四大省级中央园区，共有 20 余个常温、保鲜、冷冻、冷藏、保税等各类型仓库。仓库总面积约为 33 万平方米，其中自有物业仓库面积约为 27 万平方米。

## 数字化转型成效凸显

2017年公司提出了全面数字化转型的三年目标，加上腾讯、京东的合作赋能，结合实体店网络规模优势、物流布局优势，数字化转型取得较大进展。根据2019年三季报，公司数字化转型成效主要体现在以下两个方面：

**数字化会员：**2019年1-9月，数字化会员销售贡献增速，复购率提升，数字化会员贡献销售占总销售58%；会员复购人数同比增长87.6%。

**数字化运营：**通过腾讯智慧零售赋能和联合研发，构建智能运营核心平台，实现管理动态化、业务在线化与决策智能化。

其中，动态用工方面首家测试门店正式员工减少30%+后，结合动态用工提高人员利用率，三季度人效同比提升达40%+；动态用工三季度已在部分区域内推广，其中20余家重点测试门店的动态用工占比超5%，部分门店已突破10%，公司预计未来动态用工占比将达到15%，实现人效提升20%+。

公司首家测试门店蔬菜、水果、肉类、水产四大生鲜核心品类持续、稳健大幅增长，肉类水产销售倍增，蔬果单月毛利额增长良好，从而带动全店整体客流、销售和毛收入的高速增长。其中完成推广的10余家可比门店，三季度生鲜四大核心品类销售增长21%，毛利率提升6%，渗透率提升3%。

## 百货：不再大规模扩张，存量盘活逐步扭亏为盈

### 湖南大本营：传统优势区域，做强省会和县级市

公司起家于湖南湘潭，目前遍布湖南14个地级市，截止至2018年底在湖南省共有超市门店189家，百货门店29家，在省内有较强的品牌效应和较强规模效应。2018年公司湖南地区实现营业收入117.04亿元，2019年上半年实现营业收入63.15亿元，在整体营收占比中超过60%，是公司传统优势区域。

步步高在湖南已进入的14个地级市中，有9个都是绝对领先地位，但是在省会和县级市步步高的影响力还较弱。长沙作为省会，零售市场竞争较地级市和县级市更加激烈，主要竞争对手有IFS、王府井、天虹股份等。2019年1月份步步高收购了长沙本地连锁超市品牌家润多22家门店资产及经营权，这些门店主要分布在长沙（15家）、益阳（2家）、常德（2家）、郴州（2家）等地，有助于扩大公司在长沙品牌优势，巩固龙头地位。湖南有八十多个县级市，目前步步高大多都已进驻，下一步县级市场还要进一步开拓，根据调研，公司对湖南地区的战略要求是未来三年做到200亿营收规模。

公司2016年6月在长沙新开了步步高梅溪新天地项目，该项目总投资50亿元，总建筑面积70万平方米，中国首家纯商旅文综合体，位于湖南省长沙市岳麓区梅溪湖国际新城核心腹地，涵盖20万平方米的梅溪新天地购物中心、中国最大商业综合体类主题乐园——云顶星河游乐王国、中南最大飞行体验馆等众多独步国内的独有亮点项目。除此之外，项目还拥有中南首家亲子轻度假国际酒店——梅溪福朋喜来登酒店、高端写字楼和专为都市年青族群设计的梅溪公寓。开业当年的国庆节，梅

溪新天地每日平均客流维持在 15 万人次以上，七天累积集客超过 120 万人次，其中大部分客人是省内各地州以及江西、广西、广东、湖北等周边省份游客，显示出项目的较高人气。

根据公司最新公告，长沙梅溪新天地项目，各项运营指标持续向好，1-9 月客流增长 10%+，GMV 增长 30%+，该项目已提前两年结束培育期进入盈利期，将成为公司持续盈利的重要增长点。

图 16: 梅溪书院内景图



资料来源：信达证券研发中心

图 17: 梅溪湖购物中心内景



资料来源：信达证券研发中心

## 广西地区：收购南城百货进军广西市场，目前市场份额第一

因为看好广西尤其是北部湾经济区商品零售市场，公司于 2013 年在外延扩张的战略目标指导下进驻了广西省。2013 年 9 月，公司在广西地区开设的首家门店“柳州地王店”正式开业，该门店为大型 Mall，总建筑面积约 8.6 万平方米，投资总额约 1.22 亿元。除了自己新开店，公司在 2014 年通过外延并购的方式并入了广西地区零售龙头企业南城百货。步步高通过发行股份购买资产的方式取得广西南城百货 100% 的股权，交易价格为 15.76 亿元。

南城百货主营业务为超市、百货和电器的直营连锁经营，门店经营面积和营业收入均位居广西地区连锁商品零售企业前列，系广西地区连锁商品零售业的龙头企业。南城百货自 2001 年 11 月成立，先后在南宁、柳州、桂林、梧州、玉林、河池、百色、昆明等地开设了 37 家门店，门店总经营面积超过 45 万平方米，单店平均经营面积超过 1.2 万平方米。南城百货主要门店广泛分布于广西地区中小城市，市场认同度较高，具有较为稳定的客户群体。在收购完成后，南城百货成为步步高的全资子公司，南城百货下属 37 家门店全部进入步步高，步步高借助南城百货原有的门店、物流网络、客户资源、人才储备，显著加快公司在广西地区战略布局的步伐。南城百货在 2011 年 IPO 申请未获批准，2012 年在未获批准原因已消除情况下南城百货再次提出 IPO 申请。在等待过程中，南城百货股东基于以下三点的考虑：1、独立上市等待周期较长；2、步步高愿意支付的收购价格合理；3、合并后协同效应有利于南城百货的持续发展；2014 年南城百货向证监会撤回 IPO 申请文件，促成了此次收购。

根据公司公告显示 2012、2013、2014 年 1-6 月南城百货营业收入分别为 26.9 亿元、30.1 亿元、16.1 亿元；归属母公司净利润分别为 1.3 亿元、1.1 亿元、0.7 亿元。此次收购在 2015 年 1 月完成，南城百货原控股股东钟永利承诺，标的公司 2015 年、2016 年、2017 年经审计的净利润分别不低于 1.2 亿元、1.3 亿元、1.4 亿元，均已完成。

步步高 2018 年在广西市场的营收为 29 亿元，市场占有率第一，与第二名的竞争对手差距在 10 个亿左右。2018 年广西南城百货营业收入为 25.4 亿元，净利润为 9108 万元；2019 年上半年实现营业收入为 12.96 亿元，净利润为 4127 万元。前期南城百货在利润承诺压力下，拓店策略较为保守，费用管控比较严格，后续随着广西物流园的投入使用，供应链效率的提升可以更好的赋能门店。

### 川渝地区：收购梅西百货进军四川市场，集团入股重百

2017 年 2 月步步高以现金方式收购四川梅西商业有限公司 94%的股权，交易价格为 2.26 亿元。截至 2016 年 12 月 31 日，梅西商业共有门店 20 家，经营面积超过 36 万 m<sup>2</sup>，主要分布在四川自贡、眉山、乐山、资阳、泸州、绵阳、德阳、宜宾及重庆永川、广西梧州等地区，梅西品牌是当地的零售知名品牌，在四川自贡、眉山等地连锁零售行业中居于领先地位。在经营模式上，超市业务以自营为主，百货业务以联营为主。截止 2016 年 12 月 31 日，梅西商业总资产 2.91 亿元，总负债 2.43 亿元，净资产 0.48 亿元。2016 年度梅西商业营业收入 9.33 亿元，营业利润-473 万元，净利润 202 万元。

四川地区 2018 年营业收入为 6.98 亿元，净利润为-6804 万元；2019 年上半年实现营业收入 4.94 亿元，净利润-2127 万元。从竞争环境来看，四川省不同地区竞争环境差异较大，大成都地区零售市场竞争激烈，大卖场业态以永辉超市为主，连锁便利店业态以本地龙头红旗连锁为主。公司在四川地区的发展战略是避开竞争激烈的大成都地区，目前在自贡和泸州当地绝对领先，未来在这两个区域加密加强再向周边拓展。

重庆地区方面，由于持续的亏损（2018 年营业收入为 1.07 亿元，净利润为-7193 万元），公司计划逐步退出重庆市场，将重庆地区的超市和百货逐步转交给重庆百货。2016 年公司发布了参与重庆百货定向增发的公告，后期收到资管新规的影响，该计划未实现。2016 年 6 月，步步高集团拟参与重庆商社集团的混合所有制改革，以 25.52 元/股的价格认购商社集团 10%的股权。目前相关各方仍在继续推进商社集团本次交易向市场监督管理局申请办理变更登记等后续相关工作，本次要约收购尚未生效，存在不确定性。

### 江西地区：扭亏为盈，密集开店为拓展策略

江西省地理方位上紧挨湖南省，是步步高省外拓张第一步，2005 年 7 月步步高在江西宜春开出了第一家外省门店，迈出了走出湖南的第一步。2018 年江西地区实现营业收入 9.72 亿元，净利润-536 万元；2019 年上半年实现营业收入 7.45 亿元，净利润 1656 万元，实现扭亏为盈。江西地区的零售市场目前没有绝对的龙头企业，步步高进入市场较早，品牌知名度在消费者心目中较高，公司的战略规划是在江西和湖南靠近的地方要密集开店，在南部依托赣州区域密集开店。随着江西地区的扭亏为盈，江西地区未来会贡献更多业绩。

### 重心由扩张转为存量消化，存量盘活逐步扭亏为盈

分地区看，公司各个地区都在逐步减少亏损或者扭亏为盈。江西地区 2018 年净利润在 2017 年基础上大幅减亏 1209 万元，2019H1 实现净利润 1656 万元，大幅扭亏为盈。四川地区 2018 年亏损 6804 万元，2019H1 亏损 2127 万元，实现减亏。广西南城百货 2017 年是利润承诺期最后一年，2018 年公司全面介入南城百货的治理，为磨合对接时期，净利润出现下滑。广西步步高 2018 年净利润在 2017 年基础上大幅减亏 1365 万元，2019H1 实现亏损 607 万元，较 2018 年实现一定程度减亏。

通过拆分各个省市地区的业务情况，我们发现步步高 2019 年江西区域大幅扭亏为盈、四川区域大幅减亏，未来随着精细化运作，供应链不断增强带来的效率提升，我们认为公司业绩会持续好转。

**表 4: 2017-2019H1 各主要地区营收及业绩情况**

	2017		2018		2019H1	
	营业收入(亿元)	净利润(万元)	营业收入(亿元)	净利润(万元)	营业收入(亿元)	净利润(万元)
江西	8.86	-1,745	9.72	-536	7.45	1,656
四川	3.91	-3,406	6.98	-6,804	4.94	-2,127
重庆						
超市	1.72	-4,304	1.07	-7,193	0.00	
百货	0.58	-4237	0.25	-3271	0.08	-1485
广西						
南城百货	26.66	14,909	25.42	9,108	12.96	4,127
广西						
步步高	2.92	-3,079	3.60	-1,714	1.82	-607

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

## 盈利预测与估值

### 基本假设和盈利预测

表 5: 步步高三费假设

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
销售费用率	17.68%	18.04%	18.20%	18.25%	18.30%
管理费用率	1.73%	2.28%	1.96%	2.00%	2.04%
财务费用率	0.52%	1.00%	1.50%	1.20%	1.20%

资料来源: 公司年报, 信达证券研发中心预测

基于以上假设, 我们预计 2019-2021 年步步高营业收入分别为 197.23、211.23、226.65 亿元, 归母净利润分别为 1.61 亿元、1.78 亿元、1.97 亿元; 根据公司目前 8.64 亿股总股本计算, 摊薄每股收益分别为 0.19 元、0.21 元、0.23 元。给予“增持”评级。

### 相对估值与投资评级

剔除无万得一致预期公司后, 我们选取申万超市行业 8 家公司作为可比公司。公司 2019-2021 年 PE 分别为 52/47/42, 同期行业均值分别为 64/69/61, 基于步步高回归超市主业后业绩逐渐好转, 当前估值水平低于行业平均水平, 给予“增持”评级。

表 25: A 股主要超市行业公司估值

证券名称	股价 (元)	总市值 (亿元)	EPS			PE			PB
			2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E	
家家悦	24.23	147.42	0.82	0.96	1.13	30	25	21	5.24
红旗连锁	7.80	106.08	0.35	0.41	0.48	22	19	16	3.60
永辉超市	8.24	788.61	0.24	0.30	0.38	35	28	21	3.85
三江购物	13.84	75.80	0.29	0.28	0.31	48	49	45	2.41
中百集团	7.14	48.62	0.11	0.17	0.22	65	43	33	1.43
新华都	5.20	35.60	-0.16	0.07	0.13	0	79	40	2.50
安德利	28.80	32.26	0.11	0.11	0.12	269	269	248	5.25
华联综超	3.97	26.43	0.09	0.11		43	37		0.97
行业均值						64	69	61	
步步高	9.65	83.37	0.19	0.21	0.23	52	47	42	1.09

资料来源: 万得, 信达证券研发中心

注: 除步步高为信达证券研发中心预测, 其余公司取自万得一致预期。股价为 2020 年 1 月 10 日收盘价

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com>

## 风险因素

---

消费复苏不达预期、公司新开店速度不达预期、同店增长放缓。

**资产负债表**

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	5,779.67	5,575.81	7,982.15	8,837.61	9,747.23
货币资金	1,612.26	1,170.13	3,342.24	3,937.41	4,559.95
应收票据	0.30	4.22	4.51	4.83	5.18
应收账款	82.95	70.74	75.60	80.97	86.88
预付账款	937.41	1,123.98	1,200.03	1,284.56	1,377.80
存货	2,026.59	2,261.42	2,414.45	2,584.52	2,772.11
其他	1,120.15	945.32	945.32	945.32	945.32
<b>非流动资产</b>	10,138.24	15,305.30	14,949.91	14,678.86	14,414.05
长期股权投资	2.58	7.04	7.04	7.04	7.04
固定资产(合计)	4,978.85	3,988.00	3,989.74	4,058.02	3,926.70
无形资产	1,519.52	1,461.14	1,362.37	1,350.57	1,270.60
其他	3,637.29	9,849.13	9,590.76	9,263.25	9,209.72
<b>资产总计</b>	15,917.91	20,881.11	22,932.06	23,516.48	24,161.28
<b>流动负债</b>	8,695.34	11,589.18	11,949.08	12,348.41	12,788.69
短期借款	2,394.02	3,751.45	3,751.45	3,751.45	3,751.45
应付票据	329.58	721.16	769.96	824.19	884.01
应付账款	2,870.01	3,382.05	3,610.90	3,865.26	4,145.80
其他	3,101.73	3,734.53	3,816.77	3,907.51	4,007.43
<b>非流动负债</b>	842.02	1,562.40	3,172.31	3,172.31	3,172.31
长期借款	761.71	985.14	2,595.06	2,595.06	2,595.06
其他	80.31	577.25	577.25	577.25	577.25
<b>负债合计</b>	9,537.36	13,151.58	15,121.39	15,520.72	15,961.00
少数股东权益	255.73	265.29	271.60	278.58	286.29
归属母公司股东权益	6,124.82	7,464.24	7,539.07	7,717.18	7,913.99
<b>负债和股东权益</b>	15,917.91	20,881.11	22,932.06	23,516.48	24,161.28

**重要财务指标**

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	17,310.64	18,455.69	19,722.52	21,122.82	22,664.78
同比(%)	11.54%	6.61%	6.86%	7.10%	7.30%
归属母公司净利润	150.87	155.56	161.22	178.11	196.81
同比(%)	13.01%	3.11%	3.64%	10.48%	10.50%
毛利率(%)	21.79%	23.27%	23.34%	23.38%	23.41%
ROE%	2.46%	2.29%	2.15%	2.33%	2.52%
EPS(摊薄)(元)	0.17	0.18	0.19	0.21	0.23
P/E	55	54	52	47	42
P/B	1.36	1.12	1.11	1.08	1.05
EV/EBITDA	12.14	11.69	12.56	11.73	11.21

**利润表**

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>营业总收入</b>	17,310.64	18,455.69	19,722.52	21,122.82	22,664.78
营业成本	13,538.15	14,161.05	15,119.28	16,184.30	17,358.96
营业税金及附加	122.70	140.97	150.65	161.35	173.12
销售费用	3,060.61	3,329.81	3,589.50	3,854.91	4,147.66
管理费用	299.87	421.58	386.56	422.46	462.36
研发费用	0.00	8.64	9.23	9.89	10.61
财务费用	89.96	183.88	251.90	253.51	244.51
减值损失合计	8.14	19.17	1.94	0.63	-0.64
投资净收益	4.91	5.23	2.24	4.13	3.87
其他	25.23	44.36	32.42	34.03	33.23
<b>营业利润</b>	221.35	240.18	248.12	273.94	305.31
营业外收支	-0.93	-19.62	-11.75	-12.80	-16.75
<b>利润总额</b>	220.42	220.57	236.37	261.14	288.56
所得税	64.33	60.33	68.84	76.05	84.04
<b>净利润</b>	156.10	160.24	167.53	185.08	204.52
少数股东损益	5.22	4.68	6.31	6.98	7.71
<b>归属母公司净利润</b>	150.87	155.56	161.22	178.11	196.81
EBITDA	972.05	1,150.76	1,198.84	1,283.62	1,343.59
EPS(当年)(元)	0.17	0.18	0.19	0.21	0.23

**现金流量表**

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	1,125.04	1,433.85	1,259.02	1,348.39	1,417.48
净利润	151.68	160.24	167.53	185.08	204.52
折旧摊销	629.64	721.90	685.39	717.85	750.40
财务费用	121.99	208.29	277.08	304.63	304.63
投资损失	-4.91	-5.23	-2.24	-4.13	-3.87
营运资金变动	302.12	390.88	123.73	138.41	153.84
其它	-75.47	-42.24	7.53	6.55	7.95
<b>投资活动现金流</b>	-1,715.24	-2,749.99	-333.35	-448.59	-490.31
资本支出	-1,514.02	-2,681.90	-335.59	-452.72	-494.18
长期投资	-185.58	-21.80	2.24	4.13	3.87
其他	-15.64	-46.29	0.00	0.00	0.00
<b>筹资活动现金流</b>	581.82	836.66	1,246.45	-304.63	-304.63
吸收投资	12.69	0.00	0.00	0.00	0.00
借款	1,419.02	1,730.15	1,609.91	0.00	0.00
支付利息或股息	216.91	290.83	363.47	304.63	304.63
<b>现金流净增加额</b>	-9.42	-478.47	2,172.11	595.17	622.53

## 研究团队简介

**李丹**，分析师。研究领域覆盖家电、轻工、零售、纺织服装、食品饮料等。毕业于伦敦政治经济学院，获得市场营销学以及信息系统学的双硕士学位。曾任职于 Samsung Group、The European House-Ambrosetti，负责国内消费品公司的品牌和营销战略规划，以及海外公司进入中国市场的战略规划和执行。在企业竞争力、品牌价值、零售管理、公司管控、消费行为研究等领域有丰富经验。

**燕楠**，分析师，香港大学理学硕士，武汉大学数学、经济学双学士，2014年12月加盟信达证券研究开发中心，2017年开始从事商贸零售行业分析。

## 机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
华北	袁 泉	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	唐 蕾	18610350427	tanglei@cindasc.com
华东	王莉本	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	张思莹	13052269623	zhangsiying@cindasc.com
华东	吴 国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华南	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入：</b> 股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好：</b> 行业指数超越基准；
	<b>增持：</b> 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	<b>中性：</b> 行业指数与基准基本持平；
	<b>持有：</b> 股价相对基准波动在 ±5% 之间；	<b>看淡：</b> 行业指数弱于基准。
	<b>卖出：</b> 股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。