

步步高 (002251.SZ)

2020 年 05 月 22 日

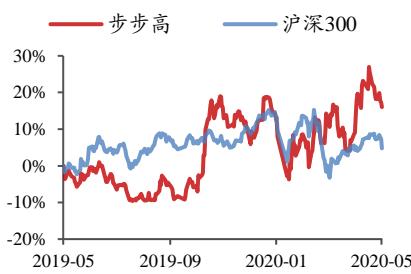
西南双业态零售龙头，战略回归超市主业再起航

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

日期	2020/5/22
当前股价(元)	9.42
一年最高最低(元)	10.44/7.07
总市值(亿元)	81.38
流通市值(亿元)	81.38
总股本(亿股)	8.64
流通股本(亿股)	8.64
近 3 个月换手率(%)	51.3

股价走势图



数据来源：贝格数据

黄泽鹏（分析师）

huangzepeng@kysec.cn

证书编号: S0790519110001

李旭东（联系人）

lixudong@kysec.cn

证书编号: S0790120010014

● 西南双业态零售龙头，首次覆盖给予“买入”评级

步步高是西南地区主营超市、百货业务的双业态零售龙头。我们认为，生鲜已成为线下超市聚客引流的重要品类，而掌握生鲜供应链优势的区域龙头公司，拥有广阔发展整合空间。目前，公司战略重心回归超市板块、加速省内外开店，通过供应链变革与数字化建设持续提升经营效率，盈利能力有望迎来显著回升。我们预计公司 2020-2022 年归母净利润为 2.20/2.89/3.88 亿元，对应 EPS 为 0.26/0.33/0.45 元，当前股价对应 PE37/28/21 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

● 超市行业呈现高景气，具备生鲜供应链优势的区域龙头企业更具发展空间

2020 年以来，受益于疫情期间生鲜消费渠道转移和疫情后消费券等政策刺激，超市行业在经营层面呈现出较高景气。根据欧睿统计，目前我国超市行业规模接近 5 万亿，市场空间广阔但行业集中度仍然较低。行业竞争层面，生鲜凭借刚需、高频消费特点，已成为聚客引流重要品类，而掌握生鲜供应链优势的区域龙头企业，在门店扩张和渠道整合上也具备了充分的施展空间。

● 战略重心回归超市主业，供应链变革与数字化赋能驱动经营效率提升

公司战略重心回归超市板块，2019 年超市门店净增 58 家（2017/2018 年分别为 45、23 家），展店明显提速。公司立足湖南，近年来加速向周边省域渗透，目前江西、广西等区域零售竞争环境仍相对宽松，存在较大扩张发展机会。随着公司省外门店逐渐成熟，门店整体坪效及盈利能力也有望显著提升。百货方面，公司放缓扩张速度、增大餐饮文娛业态，并通过兴建大型地标性购物中心提升品牌影响力，实现存量提升。此外公司也通过多种措施提升经营效率：一方面积极推进生鲜供应链变革，加大生鲜直采比例，2019 年门店生鲜产品渗透率达 40%，完善物流配送也降低了损耗；另一方面，公司通过线上会员运营与到家业务的较早布局持续加强数字化建设，有望长期提升精准营销与品类优化能力，进一步打开盈利成长空间。

● 风险提示：外省门店减亏低于预期；新开店培育期过长。

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	18,398	19,661	22,680	26,449	31,295
YOY(%)	6.7	6.9	15.4	16.6	18.3
归母净利润(百万元)	156	173	220	289	388
YOY(%)	6.2	11.1	27.5	31.2	34.1
毛利率(%)	23.0	24.1	23.3	23.4	23.4
净利率(%)	0.8	0.9	1.0	1.1	1.2
ROE(%)	2.1	2.3	2.9	3.7	4.8
EPS(摊薄/元)	0.18	0.20	0.26	0.33	0.45
P/E(倍)	52.3	47.1	36.9	28.2	21.0
P/B(倍)	1.1	1.1	1.1	1.0	1.0

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

目 录

1、 立足湖南跨区域发展、双业态齐头并进的综合性零售巨头	4
2、 超市行业呈现高景气，生鲜供应链能力较强的区域龙头公司发展空间大	5
2.1、 国内线下超市行业空间较大，行业集中度有较大提升空间	5
2.2、 生鲜消费前景广阔，超市渠道渗透率持续提升	6
2.3、 湖南省发布消费券等消费刺激政策，有利于超市等线下零售渠道	8
3、 战略重心回归超市主业，多效并举提升经营效率	10
3.1、 聚焦超市主业快速开店，同店收入重回正增长	10
3.2、 百货业态立足存量提升，逐渐转型购物中心	12
3.3、 以生鲜为核心推进供应链变革，完善物流设施建设	13
3.4、 数字化转型赋能新零售，全民直播与到家业务快速发展	14
4、 盈利预测与估值	17
4.1、 关键假设	17
4.2、 盈利预测与估值	17
5、 风险提示	17
附：财务预测摘要	18

图表目录

图 1： 步步高以超市和百货为业态主力	4
图 2： 公司多业态灵活组合协同发展	4
图 3： 2019 年公司实现营业收入 197 亿元	4
图 4： 公司 2016 年以后归母净利润增速中枢上升	4
图 5： 公司毛利率有所提升、净利率仍处于低位	5
图 6： 公司销售费用率有所上升	5
图 7： 我国连锁零售行业存量市场规模近 9000 亿元	6
图 8： 国内超市行业集中度低，永辉市场份额位居第四	6
图 9： 居民每周购买各类生鲜频次较高	6
图 10： 2018 年我国生鲜市场规模近 5 万亿	6
图 11： 2010 年以来必需消费品线上渗透率显著提升，但在生鲜品类并不明显	7
图 12： 生鲜终端消费渠道中，超市渗透率逐年提升	7
图 13： 大型超市相对菜市场具有众多优势	7
图 14： 2020 年 1-4 月社零总额累计同比下滑 16.2%	8
图 15： 消费券主要可以分为政府消费券、转移性消费券等五大类	8
图 16： 发放消费券后杭州市社零增速明显回升	9
图 17： 2009 年杭州两批消费券主要流向为超市和商场	9
图 18： 公司超市门店数量保持较快增长	10
图 19： 2019 年超市业务占公司营收比重达 66%	10
图 20： 公司超市同店收入重回正增长	11
图 21： 公司超市坪效受省外门店拖累有所下滑	11
图 22： 公司省外门店加速扩张	11
图 23： 公司在湖南省外的收入占比明显提升	11
图 24： 公司门店所在几个省份区域竞争环境相对宽松	12

图 25: 公司百货业态收入增长迟缓	12
图 26: 百货业务毛利率持续下行	12
图 27: 步步高-梅溪新天地项目总建筑面积达 70 万平方米	13
图 28: 公司在多层面推进生鲜供应链变革	13
图 29: 公司 2019 年仓库总面积达 35.8 万平方米	14
图 30: 公司 2019 年仓储物流吞达 76.75 亿元	14
图 31: 步步高发力数字化建设全渠道营销平台	15
图 32: 公司数字化会员增长速度较快	15
图 33: 数字化转型以来会员销售占比逐步提升	15
图 34: 公司通过 Better 购小程序开启直播带货	16
图 35: 公司直播带货成效显著	16
图 36: 步步高门店与京东到家达成合作	16
图 37: 公司门店接入到家服务数量明显增多	16
表 1: 湖南省总工会预计发放数十亿元规模消费券	9
表 2: 超市行业上市公司估值情况: 步步高估值低于行业平均水平	17

1、立足湖南跨区域发展、双业态齐头并进的综合性零售巨头

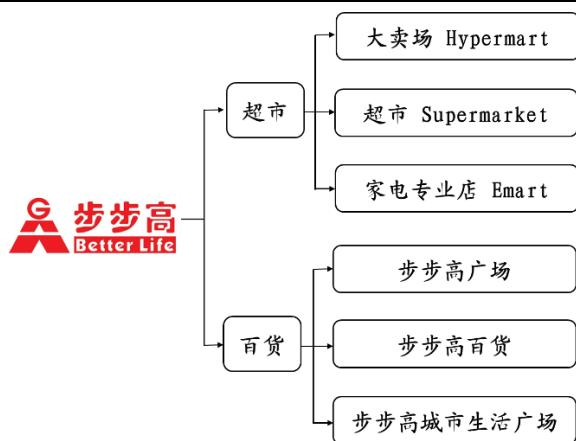
步步高是一家起步于湖南、以超市和百货为主力业态的双业态区域零售龙头。公司1995年成立于湖南湘潭，2005年开始加速拓展省外业务，2008年6月登陆深交所，目前已发展成为一家深耕湖南，以超市和百货为主体，大卖场、家电专业店、城市生活广场等多业态齐头并进的综合性零售渠道商。截至2019年底，公司已涉足湖南、广西、江西、川渝地区，共经营百货门店54家、超市门店348家（含家电门店）。在经营模式上，超市业务以自营为主、百货业务以联营为主。公司自成立以来，已逐步形成了立足中小城市发展、密集式开店网络布局、多业态组合等经营优势，同时不断推进数字化转型、加速线上线下融合，打造核心竞争力。

图1：步步高以超市和百货为业态主力



资料来源：网易财经

图2：公司多业态灵活组合协同发展



资料来源：公司公告、开源证券研究所

近年来公司营收整体呈上升趋势，但增速起伏较大。公司2019年实现营业收入197亿元，同比增长6.87%，实现归母净利润1.73亿元，同比增长11.1%，自2017年开始，公司利润增长逐渐进入快车道。分业务来看，2019年超市（含家电）/百货/批发广告物流/其他业务分别实现收入129亿/41亿/0.7亿/21亿/24亿，超市和百货占收入比重达86.3%。受疫情影响，公司家电、百货业态在2020年1月下旬相继停业，而相关折旧摊销、人力成本开支仍在发生。受此影响，2020Q1公司实现营业收入55亿元，同比下滑1.83%，实现归母净利润1亿元，同比下滑46.21%。

图3：2019年公司实现营业收入197亿元



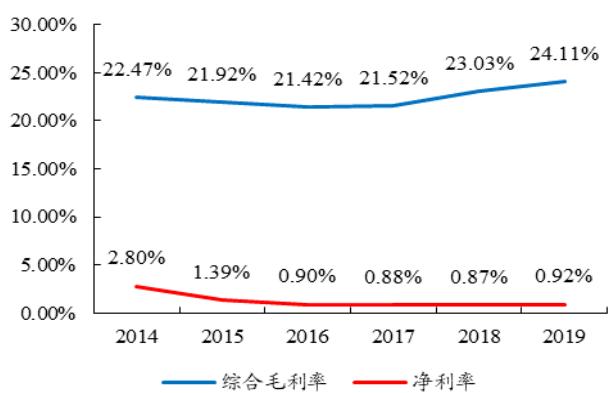
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图4：公司2016年以后归母净利润增速中枢上升

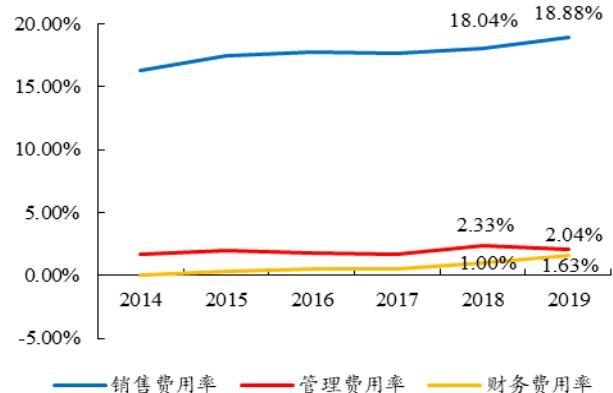


数据来源：公司公告、开源证券研究所

毛利率稳步提升，净利率低位徘徊。2019 年公司整体毛利率为 24.11%，同比提升 1.08pct，自 2016 年以来呈现稳步提升趋势，主要原因为公司在供应链、运营及服务三方面持续改善，此外部分百货由自营转为租赁、增大体验业态比重，也带来高毛利率的其他业务收入占比提升。2020 年 Q1 公司毛利率为 22.01%，同比下滑 1.65pct，预计主要原因因为低毛利生鲜销售占比提升以及对商户租金的减免。费用率方面，2019 年销售/管理/财务费用率分别为 18.88%/2.04%/1.63%，近年来销售费用率和财务费用率呈现逐渐上行趋势。销售费用率增长的原因主要是公司为了推进数字化建设，增大了人力方面的投入，以及新增商业实体开业导致折旧与摊销费用增大。财务费用增长较快的原因主要是公司持续自建及并购门店，对贷款资金的需求增大。2020 年一季度，公司销售/管理/财务费用率分别为 16.09%/1.75%/1.64%，同比保持相对稳定。净利率方面，受大西南业务拓展、电商平台投入影响以及百货等重资产拖累，公司的净利率一直维持在 1% 左右的低位水平。未来随着公司业务加快整合调整、数字精细化运营推进，净利率有望触底回升。

图5：公司毛利率有所提升、净利率仍处于低位


数据来源：公司公告、开源证券研究所

图6：公司销售费用率有所上升


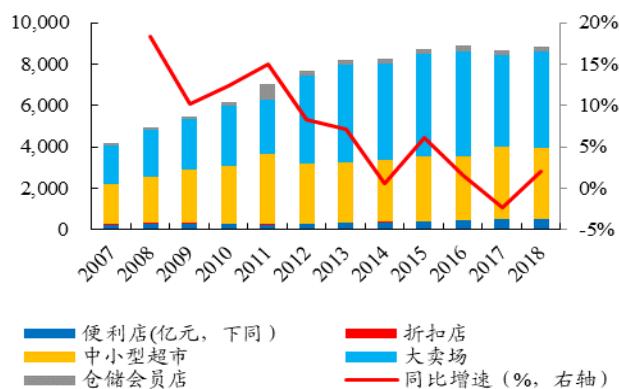
数据来源：公司公告、开源证券研究所

2、超市行业呈现高景气，生鲜供应链能力较强的区域龙头公司发展空间大

2.1、国内线下超市行业空间较大，行业集中度有较大提升空间

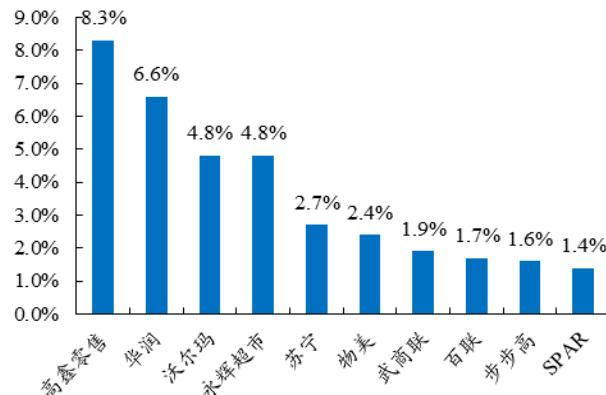
国内线下超市行业空间较大，行业集中度仍然较低。近年来，受到电商冲击影响，我国线下超市行业增速有所放缓，但存量市场规模依然巨大：根据国家统计局数据，2018 年我国连锁零售企业中，便利店、折扣店、中小型超市、大卖场和仓储会员店合计规模近 9000 亿元；若再考虑非连锁零售业规模，我国线下日常消费品零售将达到 4.5 万亿元（Euromonitor2018 年统计数据）。尽管行业规模较大，但相比于欧美成熟市场而言，我国零售市场集中度仍然较低：根据前瞻产业研究院统计，2018 年美国超市行业 CR3（Concentration Ratio N，指行业内最大 N 个公司的合计市场份额，下同）为 79%，日本便利店行业 CR3 为 76%，而当前国内线下零售业 CR3/CR5/CR10 仅分别为 19.8%/27.1%/36.5%，相较欧美存在较大的提升空间。具体来看，根据凯度数据，2018 年国内连锁超市市场份额前三名为高鑫零售、华润超市、沃尔玛，对应市场份额分别为 8.3%/6.6%/4.8%，步步高以 1.6% 位居第九。

图7：我国连锁零售行业存量市场规模近9000亿元



数据来源：国家统计局、开源证券研究所

图8：国内超市行业集中度低，永辉市场份额位居第四

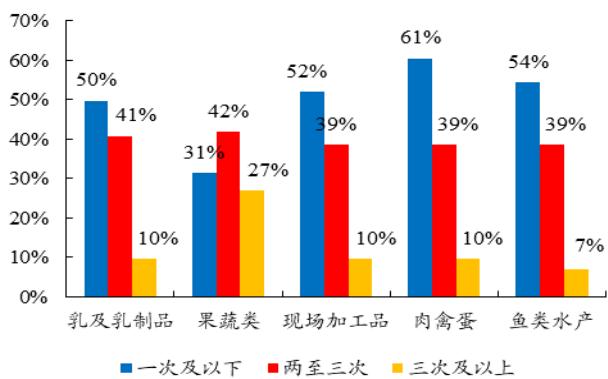


数据来源：凯度、开源证券研究所

2.2、生鲜消费前景广阔，超市渠道渗透率持续提升

生鲜消费存在刚需、高频特点，国内市场规模广阔且仍然保持增长。果蔬、肉禽蛋等生鲜品类具有刚需、高频的消费特点，在生活中几乎不可或缺。根据艾媒咨询统计，2019年居民每周购买各类生鲜两至三次的占比约为40%，其中又以果蔬购买频次最高，每周购买两至三次的居民占比为42%，而购买超过三次的居民占比也达到27%。高频需求、居民收入提升驱动的消费升级以及国内庞大的人口基数，共同造就了生鲜消费广阔的市场规模。根据欧睿统计，2018年国内生鲜食品零售额为4.93万亿元，过去五年平均复合增速为6.5%。

图9：居民每周购买各类生鲜频次较高



数据来源：艾媒咨询、开源证券研究所

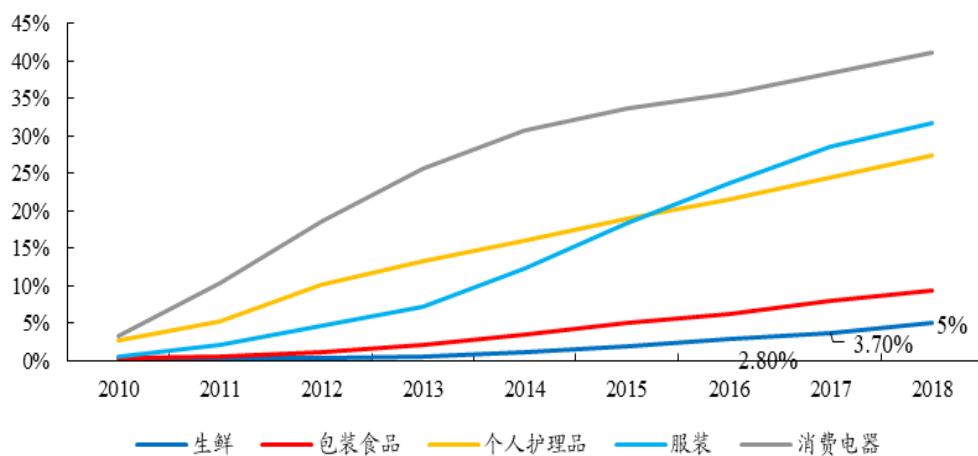
图10：2018年我国生鲜市场规模近5万亿



数据来源：欧睿、开源证券研究所

生鲜品类受电商冲击最小，因此成为线下超市抵御线上渗透、获客引流的重要武器。近年来，线上电商的快速发展对传统零售业造成了较大冲击，但生鲜品类不易保存、物流成本高、损耗高等特点天然形成了电商渗透的障碍，因此也就成为了受电商冲击较小的品类之一。根据欧睿统计，生鲜品类的线上渗透率近10年来仅从0.3%提升至5%，而同期其他生活必须品类线上渗透率增长均明显高于生鲜，如消费电器、服装等线上渗透率已超过30%。同时与其他品类相比，生鲜品类的另一大特点是复购率较高，根据波士顿咨询数据，60%的消费者在购买生鲜产品会交叉购买其他品类，因此，生鲜也逐渐成为了线下零售商引流的重要品类。目前，线下超市加大生鲜品类布局从而稳住其他高毛利率产品销售，已成为明显的经营趋势。

图11：2010年以来必需消费品线上渗透率显著提升，但在生鲜品类并不明显

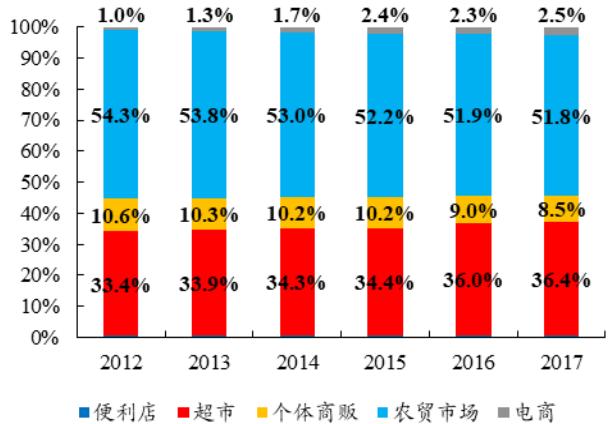


数据来源：欧睿、开源证券研究所

生鲜消费渠道方面，大型超市占比在持续提升，有望对传统农贸市场进行存量替代。生鲜消费渠道主要包括农贸市场、超市、便利店、生鲜电商和个体商贩等。目前农贸市场仍然是生鲜消费的最主要渠道，市场份额超过一半，但近年来已有逐渐下滑。取而代之的是超市板块，根据欧睿统计，2017年超市渠道渗透率已提升至36.4%，市场份额位居第二。尽管近年来生鲜电商在资本助推下发展较快，但行业毛利率低、前期仓储物流建设成本高及缺乏规模效应等痛点尚未得到较好解决，目前仍普遍处于亏损状态，且渗透率仍较低。因此长期来看，生鲜领域超市渠道对菜市场的存量替代逻辑远远大于与生鲜电商新模式的短期竞争。超市企业凭借规模优势、丰富运营经验以及完善布局的供应链仍然具有更大竞争力。

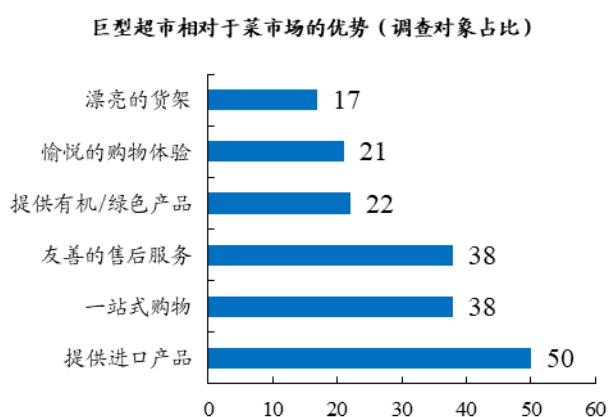
生鲜消费中，超市渠道具有便利、购物体验好和提供高品质产品供应的优势。根据麦肯锡2019年的线下采访，偏好超市的生鲜消费者主要基于以下考虑：1) 便利性，超市中除了生鲜产品还可以购买其他品类；对于生活在城区的消费者，大卖场和社区超市相比于菜市场网点数量更多，距离也更近；同时部分超市提供送货到家服务。2) 购物体验：相比于菜市场，超市环境更加干净整洁，售后服务也更完善，由此带给消费者更好的购物体验；3) 高品质产品：在消费升级的大环境下，进口产品、有机产品和绿色产品逐渐占领消费者的心智，而超市在此类产品供应上具有优势。

图12：生鲜终端消费渠道中，超市渗透率逐年提升



数据来源：欧睿、开源证券研究所

图13：大型超市相对菜市场具有众多优势

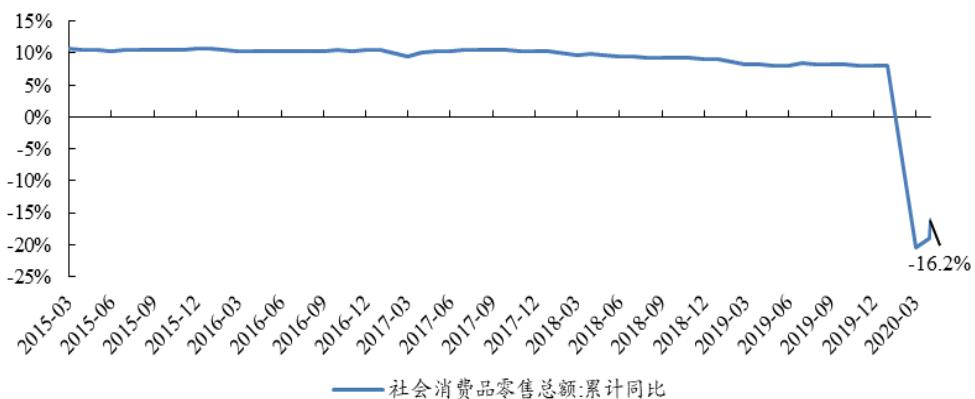


数据来源：麦肯锡、开源证券研究所

2.3、湖南省发布消费券等消费刺激政策，有利于超市等线下零售渠道

疫情影响社会消费，多省多地发放消费券，助力提振线下消费。根据国家统计局数据，2020年1-4月全国名义社零同比下滑16.2%，疫情对线下消费造成了显著的冲击。为了有效应对疫情对消费的影响，国内很多城市相继出台了鼓励消费的政策措施，发放消费券就是其中一项重大举措。根据商务部数据，截至5月8日，全国已有28省份的170多个地市发放了190多亿元消费券。

图14：2020年1-4月社零总额累计同比下滑16.2%



数据来源：国家统计局、开源证券研究所

发放消费券具备见效快、定位准、乘数高等特点，有望短时间内带动特定行业消费。消费券一般会限制使用时间且无法提现，因此政府企业通过发放消费券能够短期内提升居民消费欲望、刺激消费；同时消费券也规定了使用范围，因此能够对特定行业进行精准支持。鉴于中国大陆居民储蓄意愿较强的国情，相比于发放现金，预计发放数字消费券对于短期消费的提振作用更大。

图15：消费券主要可以分为政府消费券、转移性消费券等五大类



政府消费券：政府使用财政资金发放的公益性、红利性消费券



转移性消费券：企业发放的用于企业购买商品、服务及用于职工福利的消费券。



社会消费券：单位和个人按照自愿原则购买的非公益性、非红利性消费券。



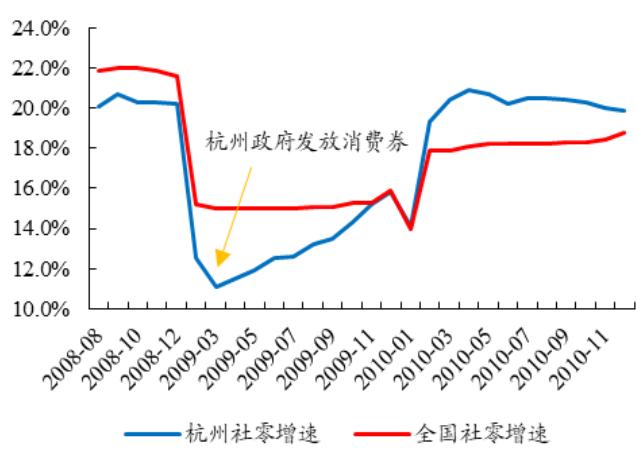
教育培训消费券：用于资助困难企业职工在岗培训、进城务工人员、未就业大学毕业生等。



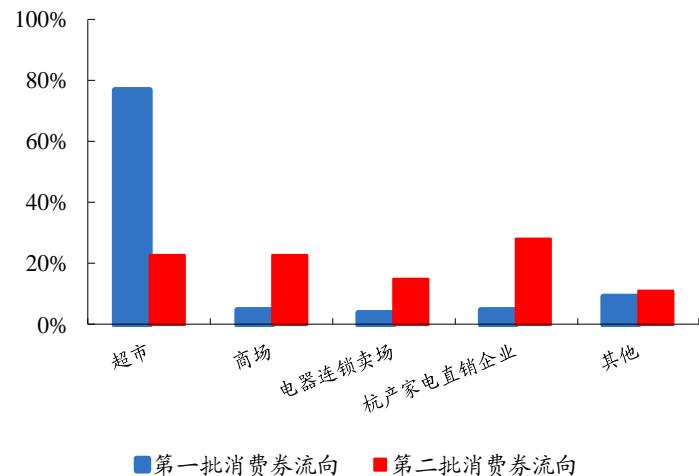
旅游消费券：政府适当资助、专门向来本地旅游者发放的消费券。

资料来源：《杭州市第二阶段消费券发放工作意见》、开源证券研究所

从历史经验来看，政府发放消费券对于消费提振作用大，零售渠道受益尤其显著。从历史经验来看，2008年金融危机导致杭州市众多外贸企业倒闭及众多工人失业，杭州市社零增速明显下降。2009年1月起，杭州市政府分两批次、三阶段发放了总额约为9.1亿元的消费券，有效刺激了居民消费。从数据来看，消费券政策推出后，杭州市社零增速实现快速恢复，并于当年年末基本追平全国增速，之后持续上行。而从两批次消费券的最终流向来看，第一/第二批次中分别有82%、50%流向了杭州各大超市及商场，可见消费券的发放对于消费刺激有一定的定向聚集效应，商场、超市及家电连锁卖场等线下零售渠道，受益尤其明显。

图16：发放消费券后杭州市社零增速明显回升


数据来源：Wind、开源证券研究所

图17：2009年杭州两批消费券主要流向为超市和商场


数据来源：《市民消费券工作简报》、开源证券研究所

湖南省发放数十亿元“湘消费”消费券，连锁超市等线下零售渠道受益大。2020年3月，湖南省总工会、省财政厅联合下发《关于进一步动员全省广大职工工会会员积极消费繁荣市场发展经济的通知》，通知要求全省机关企事业单位工会将全年可发放的有关节日慰问费未发放部分，加上省总工会此前规定的抗击新冠疫情特别慰问费，以消费券形式提前一次性发放，且职工、工会会员应在5月5日24时前消费完毕。考虑湖南全省1400万职工，此次消费券规模将达到52亿元。由于此次消费券可在湖南全省任意商贸、餐饮、旅游等线下实体商户开展消费，有望显著提振线下消费。根据潇湘晨报报道，湖南“湘消费”消费券上线至今，湖南线下微信支付消费增长270亿元。超市作为重要的线下零售渠道，有望显著受益于消费券的刺激提振。

表1：湖南省总工会预计发放数十亿元规模消费券

项目	内容
发放目标群体	全省机关、事业、企业(含央企、省市县属国有企业、民营企业、港澳台及外资企业)单位工会按照《湖南省基层工会经费收支管理实施细则》规定可以发放的职工和工会会员。
发放金额	全年2100元节日慰问费的未发放部分，此外加上了300元的抗击新冠疫情特别慰问消费券。
发放形式	非现金，通过“湘消费”小程序和中国移动“和包支付”领取。
消费场所	职工、工会会员凭券在承接“湘消费”或“和包支付”等电子消费券的全省任意商贸、餐饮、旅游等线下实体商户开展消费。电子消费券不能转赠和提现。
预计规模	按照湖南省1400万职工，单计算300元的抗击新冠疫情消费券便有52亿元。

资料来源：平江县人民政府官网、开源证券研究所

3、战略重心回归超市主业，多效并举提升经营效率

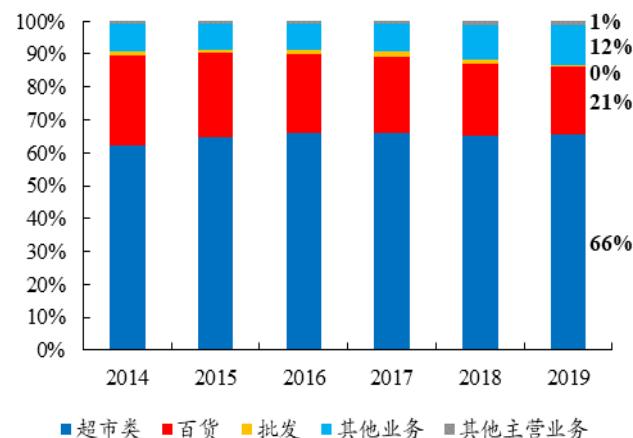
3.1、聚焦超市主业快速开店，同店收入重回正增长

超市业务构成公司营收主力。截至 2019 年底，步步高共经营百货门店 54 家，超市门店 348 家。从业态数量上看，超市门店占据绝对数量优势且保持较快增长。分板块来看，2019 年公司超市（含家电）、百货、批发、广告物流、其他业务分别实现收入 129 亿/41 亿/0.7 亿/21 亿/24 亿，其中超市为公司营收主力，2019 年占比达 66%，自 2014 年以来已经提升 3.25pct。近年来，电商快速发展给实体零售带来较大冲击，其中以经营可选消费为主的百货业态受影响最大。2019 年公司百货业务收入占比 21%，自 2014 年以来已下滑 6.65pct。受公司对供应商议价能力增强以及增大餐饮、娱乐休闲等体验业态比重影响，2019 年公司其他业务收入增长较快，同比增速为 21.3%，占营收比重达到 12%。

图18：公司超市门店数量保持较快增长



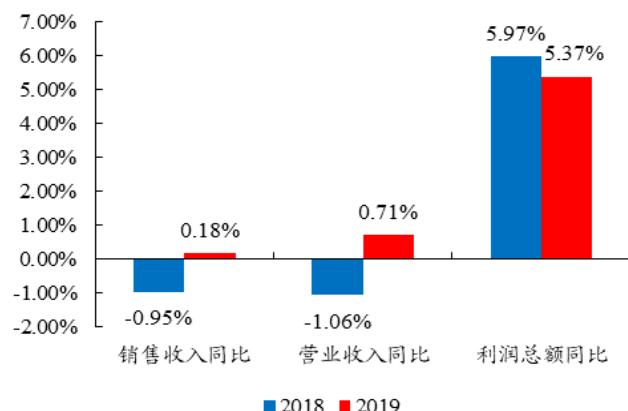
图19：2019 年超市业务占公司营收比重达 66%



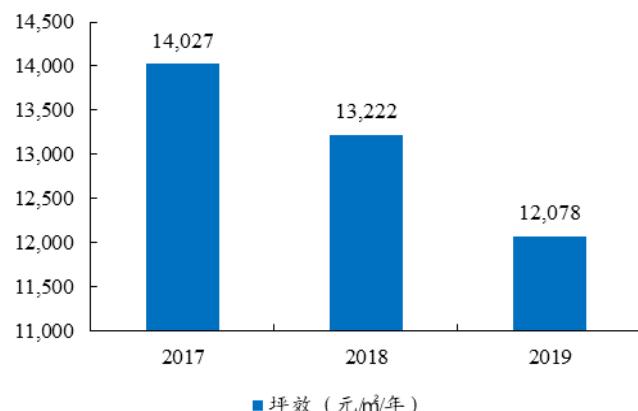
数据来源：公司公告、开源证券研究所

数据来源：公司公告、开源证券研究所

超市同店收入重回正增长，省外拓展拖累整体门店坪效。2019 年公司可比店（可比门店不含 2018 年-2019 年新开门店及闭店门店）销售收入/营业收入分别同比增长 0.18%/0.71%，同店收入重回正增长，利润总额同比增长 5.37%。受益于门店扩张叠加经营效率提升，门店销售改善明显。超市可比店坪效方面近三年则呈现逐渐下滑趋势，2019 年为 12078 元/平米。主要原因为近年来公司加快对湖南省外市场拓展，由于消费文化差异、供应链完善程度低等方面原因，省外门店的培育期会更长，从而拖累了整体超市门店坪效。在湖南省内/外开店数据方面，分别为 2017 年（32 家/8 家）、2018 年（26 家/12 家）、2019 年（41 家/22 家），省外超市拓展明显加快。根据公司年报中披露的全业态（包括超市和百货）坪效数据，2019 年湖南省内可比店的坪效为 14447 元/平米，而湖南省外仅为 9172 元/平米。对比来看，省外门店坪效还存在较大的改善空间。未来随着省外门店逐渐培育成熟，公司整体门店坪效也有望逐渐提升。

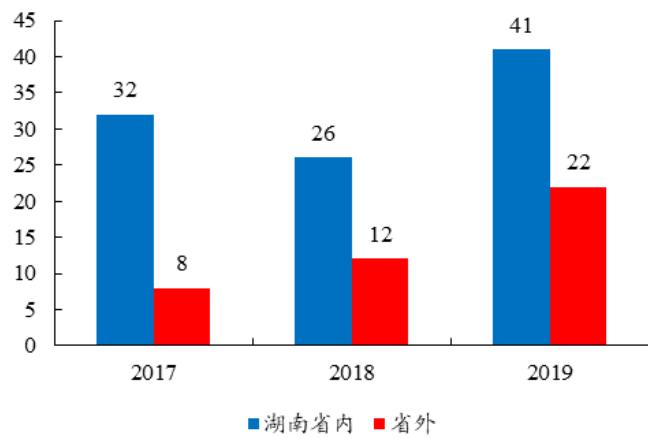
图20：公司超市同店收入重回正增长


数据来源：公司公告、开源证券研究所

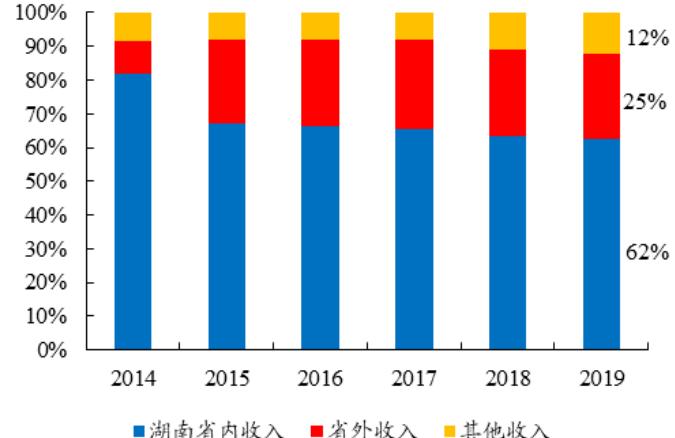
图21：公司超市坪效受省外门店拖累有所下滑


数据来源：公司公告、开源证券研究所

近年来，公司加速线下开店，湖南省外收入占比持续提升。2019年公司新开/净开超市门店63家/58家(包括并购湖南家润多超市22家门店)，新开店同比增长达21.7%，创近五年最高增速。其中湖南省内/外省分别新开41家/22家(2018年同期分别为26家/12家)，公司正加快省外超市门店扩张速度。从收入端来看，2019年湖南省内/省外/其他业务分别实现收入123亿/50亿/24亿元，占比62%/25%/12%。随着公司在湖南省外加速拓展，省外收入占比从2014年的10%提升至2019年的25%，收入构成更加多元。

图22：公司省外门店加速扩张


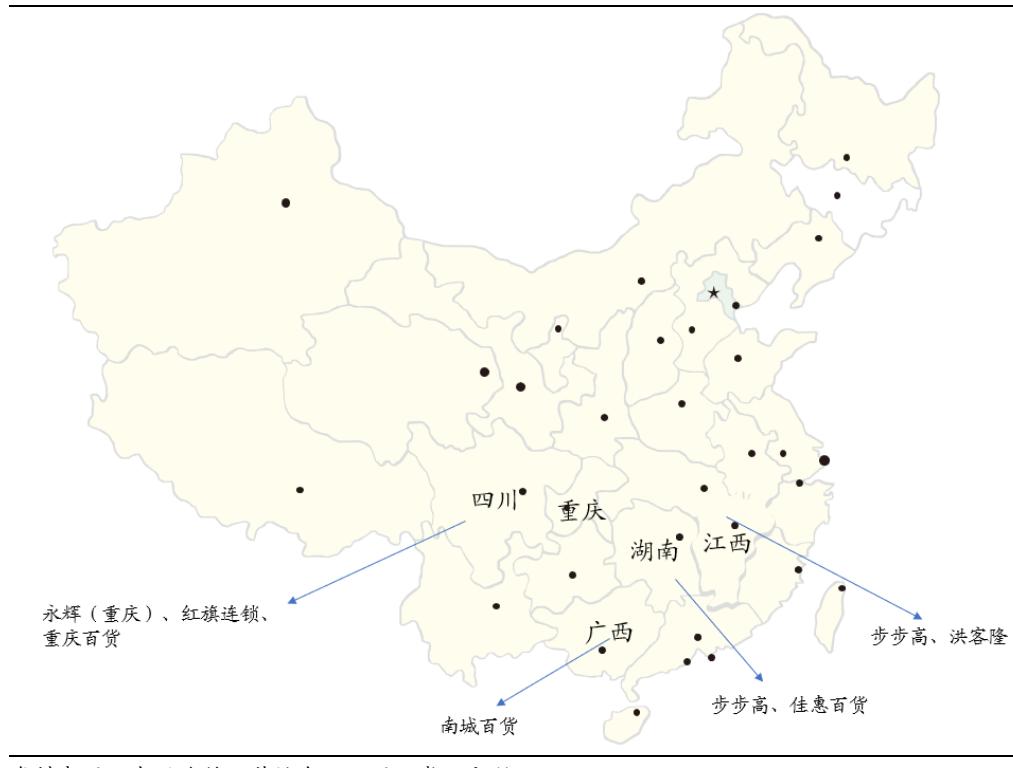
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图23：公司在湖南省外的收入占比明显提升


数据来源：公司公告、开源证券研究所

湖南大本营优势显著，周边省域竞争环境宽松、渗透空间广阔。公司优先选择在湖南区域内布局，随着市场份额逐步稳定，也开始向周边省域扩张，通过跨区域发展保持较快发展速度。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。目前来看，公司门店布局所在区域的线下零售业竞争环境相对宽松，而公司在湖南、江西、广西等省份都已位居头部地位，未来仍有广阔的渗透空间。根据规划，2020年公司将重点聚焦填补省区空白区域、发展县级城市，预计至2022年，湖南省的县城覆盖率将达到100%，四川、江西、广西省的县城覆盖率也将分别达到20%、40%、40%。

图24：公司门店所在几个省份区域竞争环境相对宽松

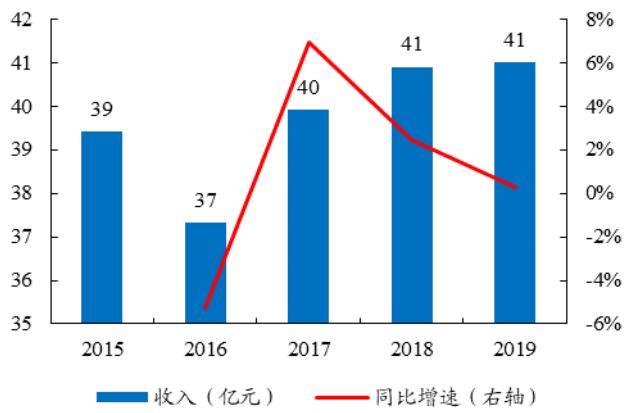


资料来源：中国连锁经营协会、开源证券研究所

3.2、百货业态立足存量提升，逐渐转型购物中心

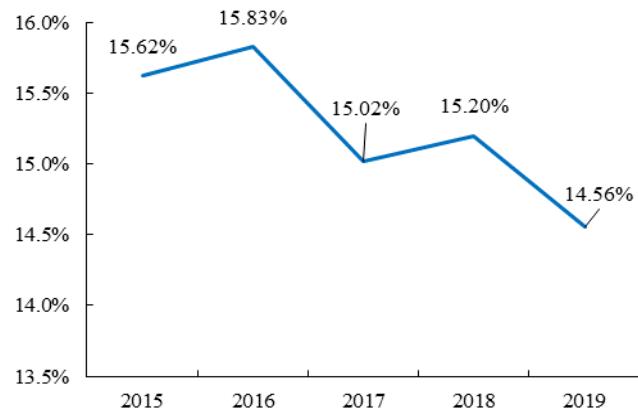
公司百货业态收入增长迟缓，毛利率持续下行。公司目前拥有百货门店 54 家，其中湖南省内 31 家，省外 23 家。2019 年百货业务实现收入 41 亿元，同比增长 0.3%，近五年来平均复合增速仅为 1%。盈利能力方面，2019 年公司百货业务毛利率为 14.56%，同比下滑 0.65pct，拉长时间维度来看，百货业务毛利率呈现持续下滑趋势。由于百货业态主要经营可选消费，电商崛起客观上对线下百货造成较大冲击，预计纯百货模式经营在未来仍会持续承压。

图25：公司百货业态收入增长迟缓



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图26：百货业务毛利率持续下行



数据来源：公司公告、开源证券研究所

发力购物中心，打造城市商业综合体。相比于百货商场，购物中心经营业态更加多元，如餐饮、文娱等业态均具有较强聚客引流作用，难以被线上替代，因而向购物中心转型逐渐成为传统百货抵御线上冲击的常见方式。2009 年，以步步高湘潭广场开

业为标志，公司启动了向购物中心转型的第一步。近年来，公司加速兴建大型地标性购物中心（新天地项目）。根据公司官网显示，截至 2020 年 5 月 15 日，公司在湖南、江西、重庆、四川和广西 5 个省份的 15 个城市中运营着 15 个新天地项目，总建筑面积超过 600 万平方米。步步高新天地项目融合购物、生活、娱乐、旅游、体验、社交等多种功能，有望快速提升公司品牌影响力，助力公司百货业务转型，成为未来重要盈利增长点。

图27：步步高-梅溪新天地项目总建筑面积达 70 万平方米

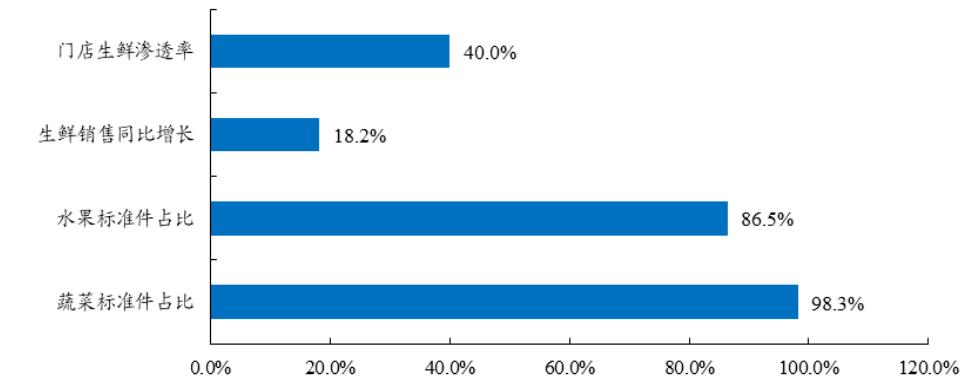


资料来源：公司官网

3.3、以生鲜为核心推进供应链变革，完善物流设施建设

2019年初，公司超市业态总部全面启动了以生鲜为核心的供应链变革，力求全供应链高效、高品质配送。在生鲜采购方面，通过基地、联采、供应链中台等举措推行，逐渐打通生鲜供应链全链条、减少中间环节，将逐步提高商品毛利率；物流配送方面，公司加大了带笼带板运输及标准件推进力度，从而降低物流环节损耗。目前，公司蔬菜标准件覆盖率已达到98%、水果标准件达到86%，显著提升了蔬果品质；门店销售方面，公司2019全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%。

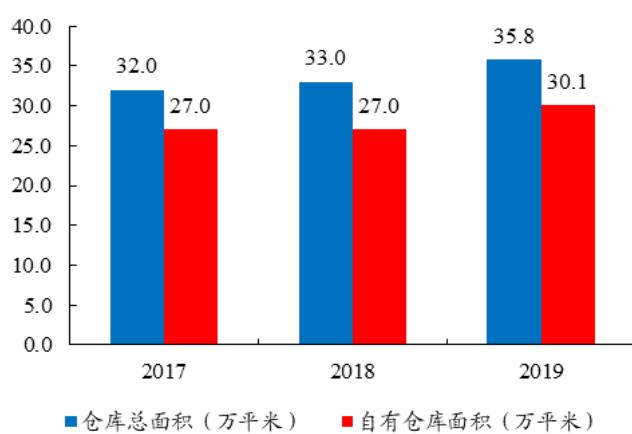
图28：公司在多层面推进生鲜供应链变革



数据来源：公司公告、开源证券研究所

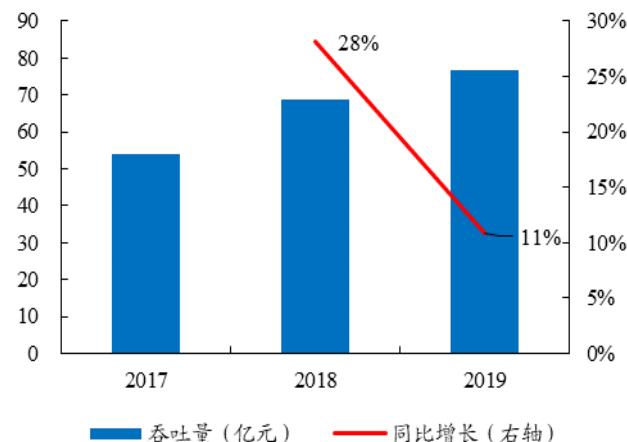
公司现已拥有辐射湖南、广西、江西、四川的仓储物流系统。2019年公司新投运了四川冷链仓及四川农产仓，实现了四川区域生鲜及冷链商品高效配送。截止2019年底，公司拥有29个常温、保鲜、冷冻、冷藏、保税等各类型仓库，总面积达35.8万平方米，全年实现仓储物流吞吐达76.75亿元。此外公司还积极拓展第三方物流业务，目前主要合作客户有安得、中粮、维达、迅达、燕之坊、太太乐、白象、天冰、香江集团、中部岳塘国际商贸城、顺丰等，为客户提供干、仓、配一体化解决方案同时提升自身物流水平。

图29：公司2019年仓库总面积达35.8万平方米



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图30：公司2019年仓储物流吞吐达76.75亿元



数据来源：公司公告、开源证券研究所

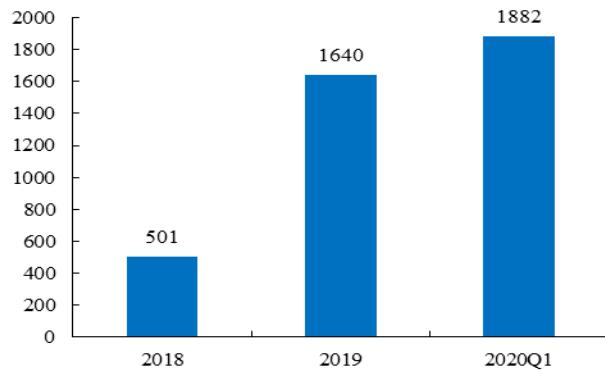
3.4、数字化转型赋能新零售，全民直播与到家业务快速发展

步步高充分利用腾讯体系流量优势，打造智慧零售，提高消费者粘性，形成消费闭环。2018年2月，腾讯、京东与步步高达成《战略合作框架协议》，分别出资8.87/7.39亿元，持有步步高6%/5%股权，成为公司第三、第四大股东。在腾讯支持下，公司Better购小程序迅速发展，这项小程序集扫码购、微信支付、到家、会员码+支付码合一且领取优惠券自动抵扣、停车缴费功能于一身，通过与用户对话，洞察用户需求并不断提供服务，对消费者进行全方位和全生命周期的运营。2018年双11，步步高Better购小程序首次上线百货资讯，为消费者精准推送美妆笔记、生活美食、亲子活动等内容。此外，步步高的会员整合营销8+1法，整合场景内容和多业态会员，将线上用户引流线下，引领消费者重返实体店，借力数字化建设赋能，实现了用户的有效增长。

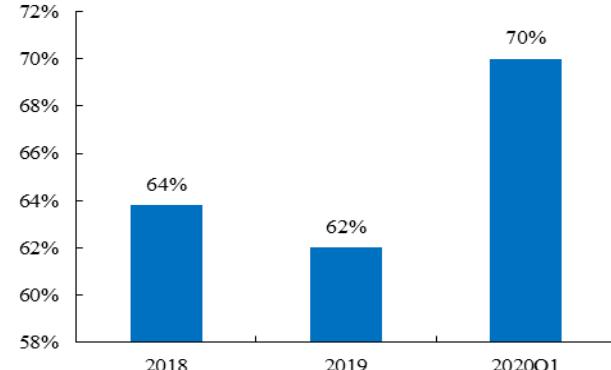
图31：步步高发力数字化建设全渠道营销平台


资料来源：腾讯咨询

数字化战略实施以来，步步高门店会员数量迅速上升、门店坪效提升明显。公司财务报表显示，截至 2019 年底，步步高实现数字化会员 1640 万，数字化会员贡献销售占总销售 62%。2019 年数字化运营试点门店坪效提升明显，日销 10 万元以上、人效提升 30%；运营效率方面，自助收银测试门店占比达 50%，微信支付单店最高占比达 70%，收银效率测试门店提升 100%，动态用工占比测试门店已达到 15%。2020 年一季度，公司数字化会员数量进一步提升至 1882 万，会员销售占比达 70%，数字化程度提高帮助公司更好地把握消费者偏好，从而做到精准营销与品类优化。

图32：公司数字化会员增长速度较快


数据来源：公司公告、开源证券研究所

图33：数字化转型以来会员销售占比逐步提升


数据来源：公司公告、开源证券研究所

疫情以来，公司积极尝试超市、百货门店直播带货，收效良好。三月以来，为增强消费者信心、进一步增强顾客消费黏性，公司在超市和百货门店开始“每日一直播”模式。借助于步步高 Better 购直播小程序，步步高超市首场直播卖货就实现了在线观看人数近 6 万人、点赞 60W+、商品点击高达 2.2 万次的不俗成绩。此后公司又举办了以联合利华、伊利、龙牌、宝洁、金龙鱼等为代表的“百大品牌”直播活动。3 月 6 日，公司与联合利华合作线上直播，24 小时内下单突破 9 万、销售突破 200 万，带货效果显著。

图34：公司通过 Better 购小程序开启直播带货



资料来源：搜狐网

图35：公司直播带货成效显著



资料来源：搜狐网

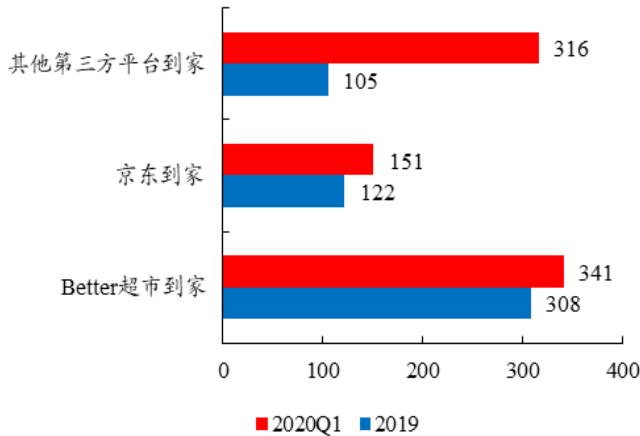
公司线上到家业务布局早，疫情中超市同店增长亮眼。新冠肺炎疫情对线下零售造成较大冲击，但步步高早期在供应链与数字化方面的投入为疫情期间超市业务发展提供了支撑。2020年1月29日，公司迅速推出“小步到家”服务，整个模式从酝酿到执行推动，仅用时48小时。小步到家采取微信群集单、小程序下单，并启用自由物流配送，订单从仓库直达社区，有效将线下流量引至线上，减少超市人群聚集风险，提高了配送效率，同时更快满足顾客对生鲜品类的需求。截至2020年一季度末，公司Better购超市到家门店341家、京东到家门店151家、其它第三方平台316家，分别较2019年底增加33家/29家/211家。

图36：步步高门店与京东到家达成合作



资料来源：网易财经

图37：公司门店接入到家服务数量明显增多



数据来源：公司公告、开源证券研究所

4、 盈利预测与估值

4.1、 关键假设

(1) 公司开启线下超市门店提速扩张战略，2020/2021/2022 年分别净增超市门店 65/90/120 家；百货方面，存量提升为未来重心，开店速度放缓。

(2) 随着公司供应链变革、数字化建设等多项措施推进，线上到家业务发展进一步提升超市门店坪效，公司超市门店的同店增长及毛利率均逐渐改善。

4.2、 盈利预测与估值

公司作为深耕西南地区的双业态零售龙头，近年来战略重心回归超市板块加速开店，通过供应链变革与数字化建设持续提升经营效率，盈利能力有望显著提升。

我们预计公司 2020/2021/2022 年归母净利润为 2.20/2.89/3.88 亿（同比增速分别为 27.5%/31.2%/34.1%），对应 EPS 为 0.23/0.33/0.45 元，当前股价对应 PE 为 37/28/21 倍，低于超市行业平均水平。

首次覆盖，给予“买入”评级。

表2：超市行业上市公司估值情况：步步高估值低于行业平均水平

证券代码	证券简称	收盘价	归母净利润增速 (%)				PE (倍)			
			2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
603708.SH	家家悦	37.25	6.4	20.6	17.8	16.6	50	41	35	30
601116.SH	三江购物	13.51	43.8	-13.6	3.7	18.6	46	53	51	43
601933.SH	永辉超市	9.08	5.6	62.2	29.7	23.9	56	34	26	21
A股平均							50	43	37	31
002251.SZ	步步高	9.42	11.1	27.5	31.2	34.1	47	37	28	21

数据来源：Wind、开源证券研究所（收盘价日期为 2020/5/22，家家悦、永辉超市、步步高为开源预测数据，三江购物使用 Wind 一致预期预测数据）

5、 风险提示

疫情对客流影响持续期不确定，导致百货业态收入继续承压；

外省门店减亏进程低于预期；

新开门店培育期拉长，对利润造成拖累。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	5576	6386	7905	7487	9596	营业收入	18398	19661	22680	26449	31295
现金	1170	1490	2045	1128	1856	营业成本	14161	14922	17386	20266	23965
应收票据及应收账款	75	123	105	161	154	营业税金及附加	141	147	169	197	234
其他应收款	210	268	283	359	401	营业费用	3330	3725	4151	4827	5680
预付账款	1124	991	1449	1397	1970	管理费用	422	377	420	476	563
存货	2261	2547	3056	3476	4247	研发费用	9	26	23	26	31
其他流动资产	735	967	967	967	967	财务费用	184	322	330	366	404
非流动资产	15334	17992	18534	19234	20155	资产减值损失	19	-45	24	24	24
长期投资	7	7	5	2	-0	其他收益	36	42	47	52	57
固定资产	3988	4598	5175	5894	6790	公允价值变动收益	14	33	33	33	33
无形资产	1484	2780	3060	3372	3744	投资净收益	5	-2	0	0	0
其他非流动资产	9856	10607	10294	9965	9621	资产处置收益	-5	0	0	0	0
资产总计	20910	24378	26438	26721	29751	营业利润	240	226	315	412	550
流动负债	11589	13465	15835	16349	19494	营业外收入	33	23	28	28	28
短期借款	3751	5422	5422	5422	5422	营业外支出	53	23	35	35	35
应付票据及应付账款	4103	4292	5490	5913	7570	利润总额	221	226	309	405	543
其他流动负债	3735	3751	4924	5014	6502	所得税	60	45	77	101	136
非流动负债	1562	3079	2624	2176	1739	净利润	160	182	232	304	407
长期借款	985	2494	2040	1592	1155	少数股东损益	5	9	11	15	20
其他非流动负债	577	584	584	584	584	归母净利润	156	173	220	289	388
负债合计	13152	16544	18459	18524	21233	EBITDA	1200	1471	1538	1739	2000
少数股东权益	265	275	286	301	321	EPS(元)	0.18	0.20	0.26	0.33	0.45
股本	864	864	864	864	864	主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
资本公积	3853	3626	3626	3626	3626	成长能力					
留存收益	1296	1383	1481	1616	1801	营业收入(%)	6.7	6.9	15.4	16.6	18.3
归属母公司股东权益	7493	7559	7693	7896	8197	营业利润(%)	10.7	-6.0	39.7	30.5	33.5
负债和股东权益	20910	24378	26438	26721	29751	归属于母公司净利润(%)	6.2	11.1	27.5	31.2	34.1
						获利能力					
						毛利率(%)	23.0	24.1	23.3	23.4	23.4
						净利率(%)	0.8	0.9	1.0	1.1	1.2
						ROE(%)	2.1	2.3	2.9	3.7	4.8
						ROIC(%)	2.7	3.4	3.1	3.6	4.3
						偿债能力					
						资产负债率(%)	62.9	67.9	69.8	69.3	71.4
						净负债比率(%)	51.6	88.7	75.0	78.9	62.5
						流动比率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
						速动比率	0.1	0.1	0.2	0.1	0.1
						营运能力					
						总资产周转率	1.0	0.9	0.9	1.0	1.1
						应收账款周转率	232.6	198.5	198.5	198.5	198.5
						应付账款周转率	3.9	3.6	3.6	3.6	3.6
						每股指标(元)					
						每股收益(最新摊薄)	0.18	0.20	0.26	0.33	0.45
						每股经营现金流(最新摊薄)	1.66	2.04	3.20	1.88	4.22
						每股净资产(最新摊薄)	8.67	8.75	8.90	9.14	9.49
						估值比率					
						P/E	52.3	47.1	36.9	28.2	21.0
						P/B	1.1	1.1	1.1	1.0	1.0
						EV/EBITDA	10.3	10.4	9.4	8.6	6.9

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

18 / 20

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

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。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入 (Buy)	预计相对强于市场表现 20%以上;
	增持 (outperform)	预计相对强于市场表现 5% ~ 20%;
	中性 (Neutral)	预计相对市场表现在 -5% ~ +5%之间波动;
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好 (overweight)	预计行业超越整体市场表现;
	中性 (Neutral)	预计行业与整体市场表现基本持平;
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。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，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何形式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券股份有限公司

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

电话：029-88365835

传真：029-88365835