

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

步步高 (002251. SZ)

投资评级

上次评级

蔡昕妤 商贸零售分析师

执业编号: S1500523060001

联系电话: 13921189535

邮箱: caixinyu@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦
B座

邮编: 100031

步步高 (002251. SZ): “胖改” 效果优异, 公司有望迎来困境反转

2025 年 4 月 22 日

事件: 1) 公司于 4 月 18 日发布公告, 公司股票交易被实施其他风险警示所涉及事项已消除, 于 4 月 18 日停牌一天, 并于 4 月 21 日复牌、撤销其他风险警示, 证券简称由“ST 步步高”变更为“步步高”, 股票交易日涨跌幅限制由 5% 变更为 10%。2) 公司发布 2025Q1 业绩, 实现收入 11.53 亿元, 同增 24.22%, 归母净利润 1.19 亿元, 同增 488.44%, 扣非归母净利润 0.42 亿元, 同增 399.70%, 25Q1 公司收入、业绩大幅改善。其中, 非经常性损益 0.77 亿元中的主要构成为债务重整收益 0.66 亿元, 系以股抵债清偿债务产生重组收益。

点评:

2024 年 3 月启动学习胖东来调改, 带动超市业务收入大幅增长、盈利优化。在胖东来的帮扶下, 公司主动调整优化承压门店, 及时减亏止损, 聚焦核心优势门店及提升单店产出。2024 年公司关闭门店共 74 家, 并完成调改门店 13 家, 截至 2024.12.31, 公司拥有各业态门店 59 家, 其中超市业态门店 27 家, 百货业态门店 32 家。得益于调改门店优异表现, 在 2024 年超市门店净关闭 69 家的情况下, 2024 全年超市业务实现收入 18.39 亿元, 同比大幅增长 53.06%, 毛利率 13.86%, 同比提升 0.03pct。2024 年, 公司向许昌市胖东来超市、许昌市胖东来实业分别采购 0.72 亿元、0.64 亿元, 占年度采购额比例 3.32%、2.96%, 向胖东来合计采购额在公司供应商体系中排名第二。百货业态亦借助超市“胖改”契机, 实现年度客流 2.12 亿人次, 同增 15.5%。2024 年百货关闭亏损门店 5 家, 全年实现收入 2.69 亿元, 同降 17.24%, 毛利率 62.75%, 同比下降 5.85pct。25Q1 公司业绩的大幅改善亦主要得益于“胖改”效果的持续显现, 春节期间, 公司 16 家调改门店销售额同增 326%, 进店客流突破 200 万人次; 其中, 熟食区销售额同增 2077%, 面包区同增 1708%, 水果区同增 716%, 成为拉动业绩增长的主要引擎; 长沙梅溪湖店春节期间单日销售额突破 520 万元, 创历史新高。截至 2025 年春节前, 公司已完成调改 16 家, 剩余 11 家门店计划于 2025 年 8 月前调改完成。

2024 年完成重整, 调整供应链及经营模式、优化组织架构, 经营状况有望持续改善。2024 年 9 月, 公司完成重整, 引入了 15 家投资人, 其中产业投资人 4 家, 财务投资人 11 家 (含联合体), 投资人足额缴纳 25 亿元投资款, 有效缓解了公司资金压力, 产业投资人的引入为公司带来了线上零售能力、供应链整合能力和品牌营销优势, 有助于提升公司的核心竞争力。2024 年度公司因重整事项确认债务重整收益 28.79 亿元。经营层面, 除进行门店调改和关闭亏损门店之外, 公司亦展开供应链变革, 1) 由原先

的前后台模式改为了裸价模式，实现阳光采购、透明采购；2）建设中央厨房，推出烘焙板块，以注册商标“BL”（Better Life, Better Love)重构自有品牌。3）组织架构方面，公司首次推出轮值总裁管理制度，并对原有组织架构进行调整与优化，组织调整方向围绕以品质为中心、以美好为目标、总部服务门店，完成公司组织架构的变革与调整。

风险因素：门店调改进展&效果不及预期，区域竞争加剧，消费需求疲软。



研究团队简介

蔡昕妤，商贸零售分析师。圣路易斯华盛顿大学金融硕士，曾任国金证券商贸零售研究员，2023 年 3 月加入信达商社团队，主要覆盖黄金珠宝、零售、潮玩板块。

宿一赫，社服行业分析师。南安普顿大学金融硕士，同济大学工学学士，CFA 三级，曾任西南证券交运与社服行业分析师，2022 年 12 月加入信达商社团队，覆盖出行链、酒旅餐饮、博彩等行业。

张洪滨，复旦大学金融学院硕士，复旦大学经济学院学士，2023 年 7 月加入信达商社团队，主要覆盖酒店、景区、免税。

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。	买入 ：股价相对强于基准 15% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：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。