



# 步步高涅槃重生，改革驱动业绩反转

## —— 步步高 (002251.SZ) 首次覆盖

2025 年 04 月 21 日

### 核心观点

- 财务重整+战略调整，步步高重新启航：**步步高成立于 1995 年，于 2008 年在深交所挂牌上市，凭借密集开店、供应链整合、跨区域发展的模式迅速成长为西南地区零售龙头，后因扩张过快与重资产投入导致资产负债恶化，叠加疫情冲击，2019 年起盈利情况承压严重，公司 2022 年开始战略转型，主要变革体现在以下两方面：
- 重整完成后股权变革，管理层普遍经验丰富。**公司 2023 年启动重整程序，2024 年 9 月重组完成，引入 15 家重组投资人共计 25 亿元投资款，资本结构得到优化。重组完成后，新加入的川发宏翼与白兔有你为一致行动人，合计控股 9%，分别位列第二大和第五大股东。同时，公司管理层注入新鲜血液，高管人员对公司运营熟悉度较高且行业经验丰富。
- 收缩策略配合胖东来调改，单店经营能力大幅提升。**公司 2022 年起实施收缩策略，2022-2024 年间合计关闭超 300 家低效门店，截至 2024 年公司经营中超市和百货门店剩余 27 家和 32 家，业务重心转移回湖南本土化经营。同时，2024 年公司引入胖东来团队对公司超市业务进行调改，从门店布局、产品结构、管理运营、供应链等层面进行全面改造升级，调改后单店营收能力大幅增强，16 家调改门店 2025 年春节期间门店销售额同比+325%。
- 2024 年公司扭亏转盈，营收稳定提升：**公司 2024 年虽持续关闭门店，但全年营收达 34 亿元/同比+11%，主要得益于公司优化资源配置，集中资源发展优质门店，整体运营效率有效提升。截至 2024 年，超市/百货/物流及广告/其他业务营收占比分别为 53.6%/7.8%/2.5%/36.1%，超市和百货持续为主营业务板块。2024 年归母净利润为 12 亿元，成功扭亏转盈，主要归因于资产处置带来的大额受益，扣非归母净利润为-9.8 亿元，亏损幅度较 2023 年明显收窄。
- 盈利能力显著优化，超市调改成效得到验证。**1Q25 公司实现营收 11.5 亿元/同比+24%，增速稳健。从费用端来看，公司销售/管理/研发费用在营收中占比分别为 20.5%/3.9%/0.4%，占比同比-9.6pct/-0.1pct/-0.2pct，公司经营效率明显提升，费用率显著下滑。1Q25 公司归母净利率为 10.3%/同比+8.1pct，扣非归母净利率为 3.7%/同比+2.8%，盈利能力大幅提升，主要得益于超市调改下门店经营效率提高。
- 投资建议：**步步高重整完成，基本摆脱历史包袱，资源配置已回归核心业务，目前超市板块调改效果良好，2025 年超市板块预计将全部调改完成，百货板块也在转型当中，未来门店业绩增量空间巨大，另外经营效率提升下费用率持续下降，盈利能力有望提升。我们预计 2025-2027 年归母净利润分别为 2.6 亿元/3.7 亿元/4.9 亿元，对应 PE 估值为 48X/33X/25X，首次覆盖，给予“推荐”评级。
- 风险提示：**调改效果不及预期的风险；宏观经济波动的风险；行业竞争加剧的风险。

### 步步高 (002251.SZ)

**推荐** 首次评级

### 分析师

顾熹闻

☎: 021-2025 2670

✉: guximin\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130522070001

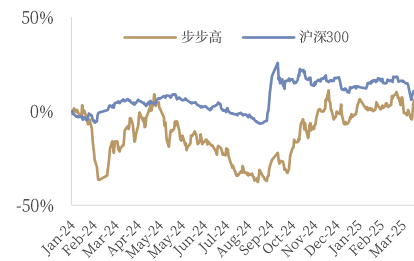
### 市场数据

2025-04-21

股票代码	002251
A 股收盘价(元)	5.03
上证指数	3291.43
总股本(亿股)	26.89
实际流通 A 股(亿股)	15.13
流通 A 股市值(亿元)	76

### 相对沪深 300 表现图

2024-04-21



资料来源: 中国银河证券研究院

### 相关研究

- 【银河社服】行业周报：服务消费刺激预期再起，重申板块性看多餐饮行业观点

## 主要财务指标预测

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	3438.19	7236.66	10167.15	10991.76
收入增长率%	10.87	110.48	40.49	8.11
归母净利润 (百万元)	1211.69	257.23	371.42	492.56
利润增速%	164.16	-78.77	44.39	32.61
毛利率%	36.81	29.07	26.96	27.48
摊薄 EPS(元)	0.45	0.10	0.14	0.18
PE	10.14	47.77	33.08	24.95
PB	1.56	1.51	1.45	1.37
PS	3.58	1.70	1.21	1.12

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

## 目录

### Catalog

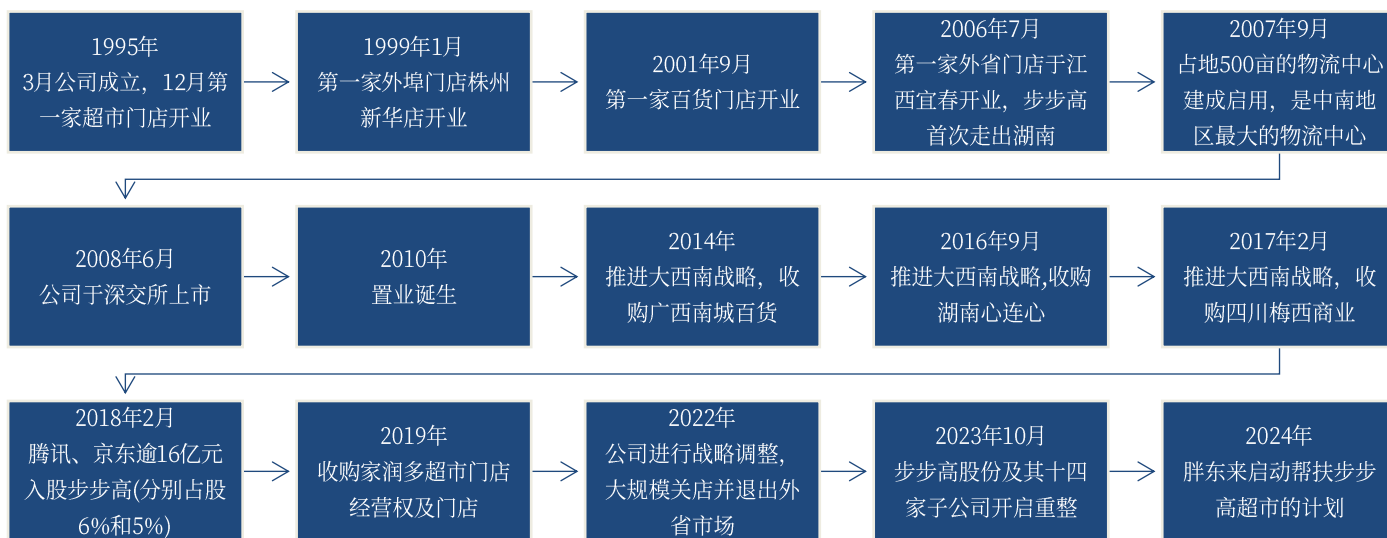
一、西南零售龙头涅槃重生，业绩拐点已至 .....	4
(一) 西南地区零售龙头，战略转型后聚焦湖南本土市场 .....	4
(二) 引资 25 亿元完成重整，管理层注入新鲜血液 .....	6
(三) 策略转型+门店调改驱动业绩盈利反转 .....	8
二、投资建议 .....	12
三、风险提示 .....	13

# 一、西南零售龙头涅槃重生，业绩拐点已至

## (一) 西南地区零售龙头，战略转型后聚焦湖南本土市场

步步高成立于1995年，为西南地区零售龙头。步步高于1995年3月在湖南湘潭成立，并于同年12月设立第一家超市门店，后于2001年开设第一家百货门店，现已发展成为集超市、便利店、购物中心、商业综合体、物流运输等多业态的商业集团。公司于2008年成功于深交所挂牌上市，后通过密集开店、供应链整合、跨区域发展的模式迅速占领了中国西南区域市场，成为区域内零售龙头。

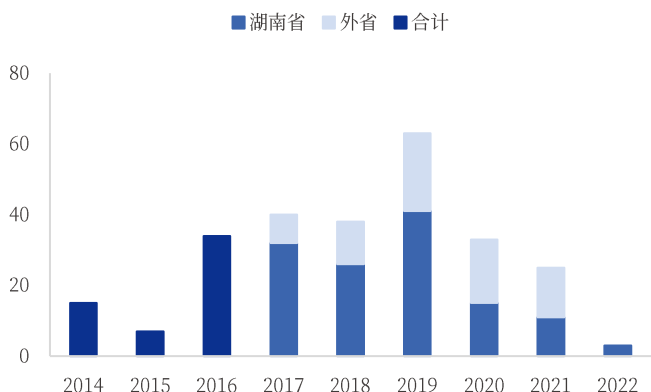
图1：步步高发展历程



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

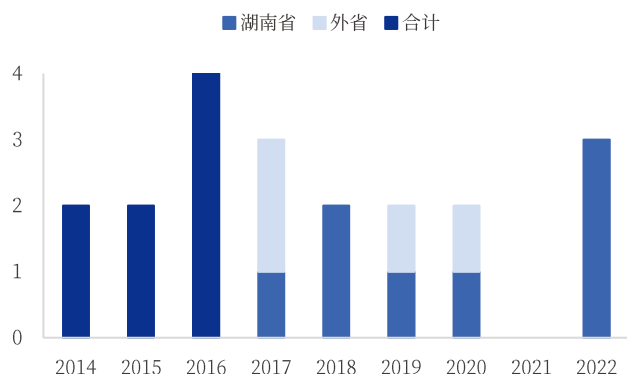
**高速扩张下资产结构失衡，同期受行业因素影响经营与财务状况承压。**公司自2016年起大力推进大西南战略，完成了湖南心连心、四川梅西商业、家润多等多家公司产业收购，同时推进多个大型商业体建设，门店扩张速度过快，公司重资产投入较大，导致后期资产负债结构情况和偿债能力逐年恶化。同时，疫情开始后整体消费环境疲软，结合疫情期间出行管控等措施导致零售行业实体店经营普遍承压，最终导致2019年起出现连续多年的营收负增长和归母净利下滑至亏损的情况。

图2: 步步高新增超市门店数量



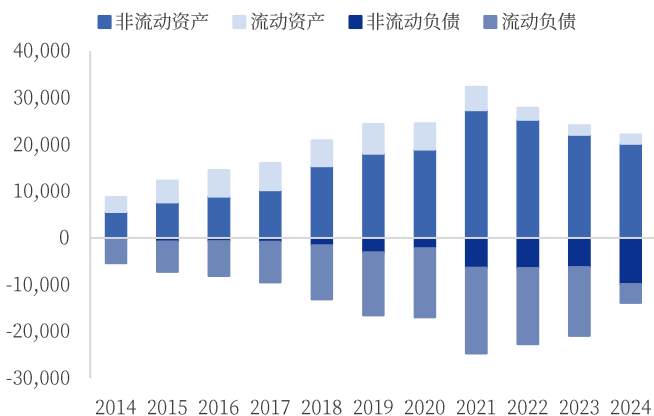
资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图3: 步步高新增百货门店数量



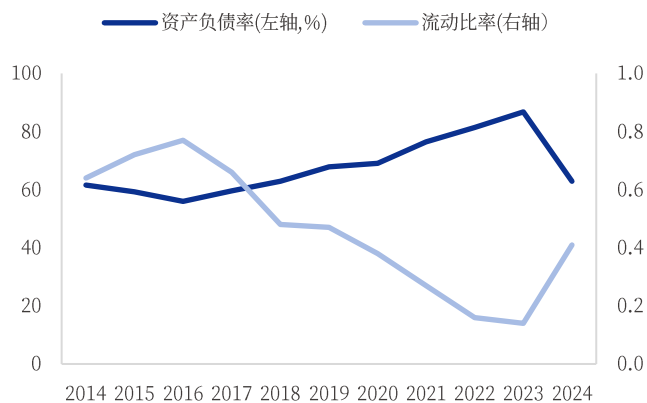
资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图4: 步步高资产结构 (百万元)



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

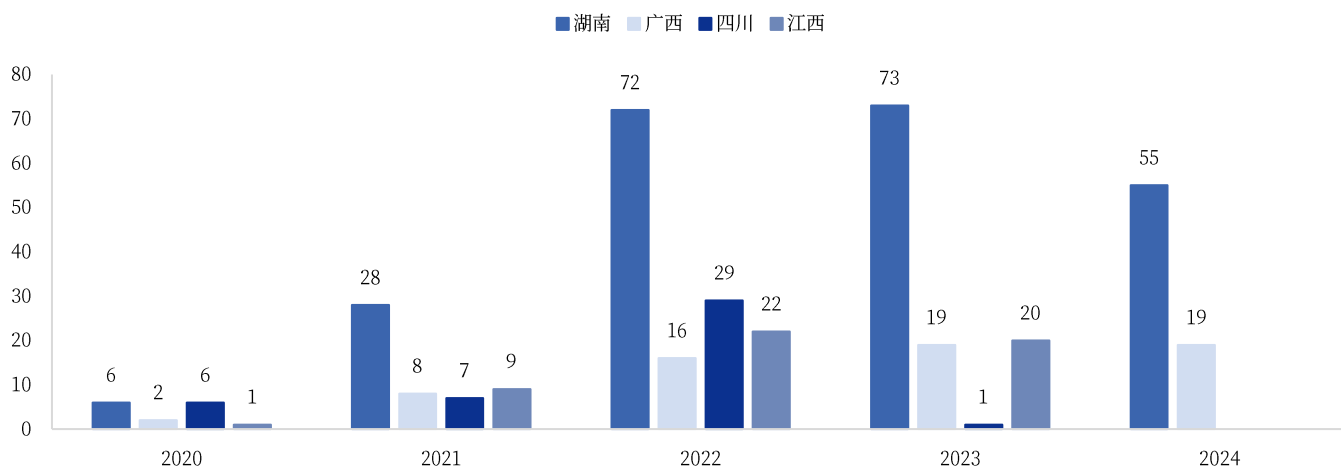
图5: 步步高核心财务指标



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

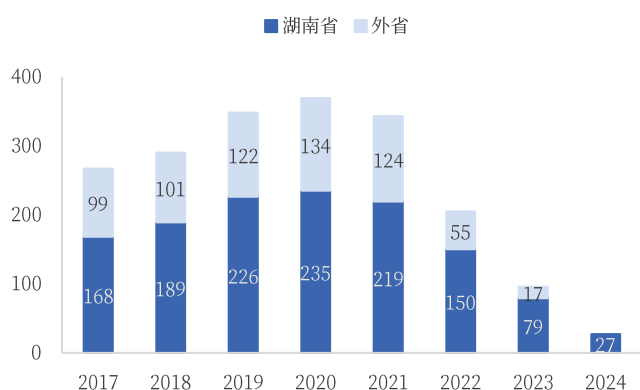
**公司实行收缩战略, 聚焦湖南区域化经营。**2022年起, 公司对门店布局战略进行调整并转为收缩战略, 通过退出部分市场和关闭经营不善门店以提升资产质量和核心竞争力。公司2022年/2023年/2024年分别关闭139家/113家/74家门店, 三年内退出了四川市场并大幅收缩江西和广西市场, 目前业务和资源重心已回归湖南省内, 截至2024年, 公司超市门店均位于湖南省内共计27家, 另运营26家省内百货门店和6家省外百货门店。

图6: 步步高历年关闭门店数量 (按地区分类)



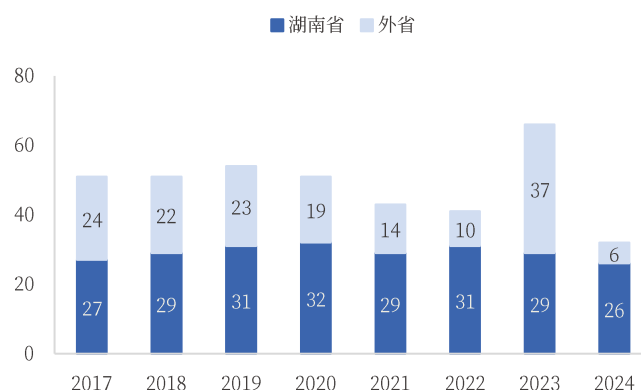
资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图7: 步步高超市门店数量 (按地区分类)



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图8: 步步高百货门店数量 (按地区分类)

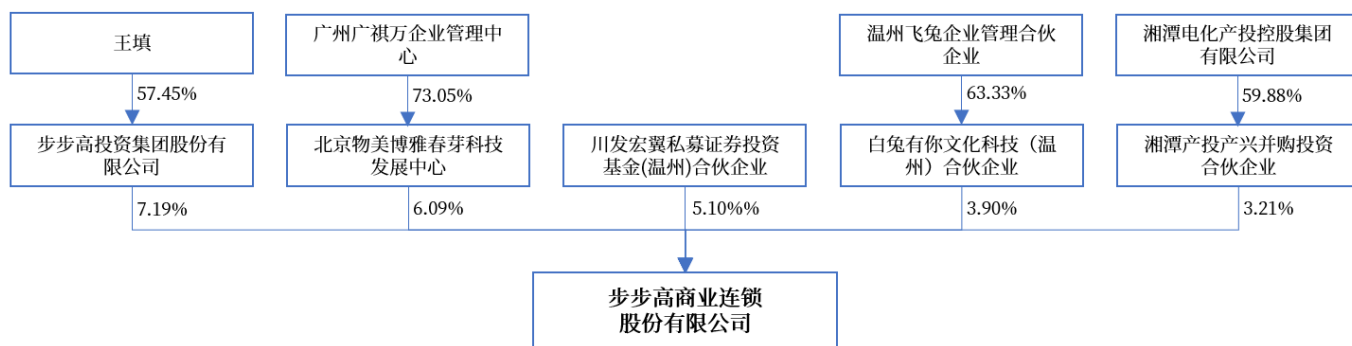


资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

## (二) 引资 25 亿元完成重整, 管理层注入新鲜血液

2024 年公司完成重组, 引入 15 家重组投资人和共计 25 亿元投资款。由于早年扩张过快和宏观环境压力下, 公司陷入财务危机, 步步高部分及其十四家子公司于 2023 年 7 月启动预重整程序, 2024 年 4 月公司确认了重整投资人, 同年 9 月产业投资人和财务投资人完成支付重整投资款合计 25 亿人民币, 公司重整计划执行完毕。重整完成后, 川发宏翼私募证券投资基金(温州)合伙企业(有限合伙)与白兔有你文化科技(温州)合伙企业(有限合伙)为一致行动人, 合计持股 9%, 步步高投资集团股份有限公司为第一大股东, 持股 7.2%, 公司当前无控股股东和实际控制人。

图9：步步高股权穿透图



资料来源：wind，中国银河证券研究院

**新、老管理人员相结合，管理层普遍积累丰富的行业 Know-how。**重整完成后公司创始人王填继续任职公司董事长，同时聘请邓静（总裁）、杨芳（轮值总裁）、刘亚萍（财务总监）等人任公司高级管理层，以上人员普遍加入公司时间较长，分别拥有任职公司超市事业部经理、财务总监等职务经验，对公司运营情况了解。另外，公司新聘请袁乐夫、王傲延、鲍宇辉、刘文丽等人担任副董事长、董事、独立董事等职务。现任董事、监事和高级管理人员平均年龄在 50 岁以上，具有丰富的零售、百货市场、供应链管理等行业经验。

表1：步步高董事情况

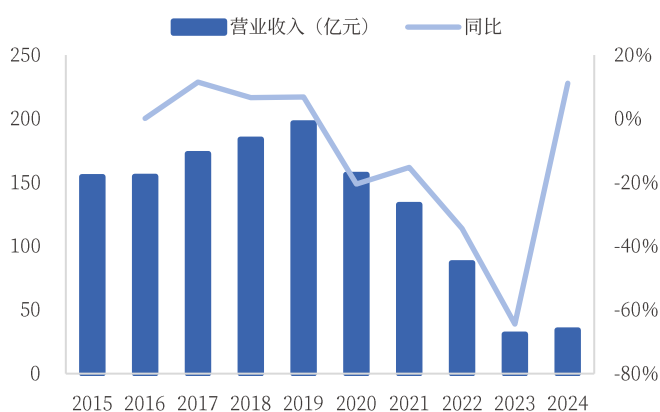
姓名	职位	任职起始日期	履历介绍
王填	董事长	2004/12/24	曾任湘潭市南北特产食品总公司业务科长，湖南步步高连锁超市有限责任公司董事长兼总经理。现任公司董事长、步步高投资集团股份有限公司董事长。王填先生曾是第十届-第十三届全国人大代表、第十四届全国政协委员、第十三届全国工商联（中国民间商会）副会长、中国光彩事业促进会副会长。
袁乐夫	副董事长	2024/11/21	曾任湘乡市工业职教教师，湘乡市经济局文秘，湘乡市政府办研究室副主任，建议提案组组长，湘潭市经委组宣科副科长，湘潭市经信委法规科科长、办公室主任、中小企业办主任，雨湖工业集中区党工委副书记、管委会主任，雨湖高新区党工委书记。
李若瑜	董事	2018/05/31	曾任上海冠龙阀门机械有限公司北京大区主任、上海标一阀门有限公司副总经理。
王傲延	董事	2024/11/21	北京理工大学工商管理专业。曾任百度 Hao123 产品渠道负责人、手印直播 CEO、全民 TV CEO。现任公司董事、成都白兔有你文化传播有限公司董事长、天兔基金管理合伙人。
赵英明	董事	2024/11/21	企业管理学士，EMBA 硕士，DBA 博士。长江商学院、武汉学院、四川外国语大学客座教授，中国服装协会专家委员会成员，中国商业地产联合会副会长。曾任老佛爷百货副总经理、王府井集团总裁助理、山西天美集团总经理、茂业商业集团总裁、京东集团副总裁、京东零售时尚居家事业群总裁、云南白药首席商务官。现任公司董事、红蜻蜓集团独立董事、爱慕集团独立董事。
张潞闽	董事	2024/11/21	经济学学士（会计学），工商管理硕士。曾任职于摩托罗拉（中国）电子有限公司、西门子与中信合资公司、渣打银行等机构。后加入德意志银行战略投资部历任经理、副总裁、董事、中国区负责人等职。2016 年 10 月加入物美科技集团。
鲍宇辉	独立董事	2024/11/21	管理学博士。湖南农业大学教授，会计专业硕士学位点领衔人，工商管理硕士生导师。中国注册会计师，中国注册会计师协会非执业会员。中国会计学会高级会员，中国会计学会内部控制专业委员会委员。湖南省财务学会常务理事。湖南省财政厅内部控制专家，长沙市知识产权中心评审专家，湖南省高级会计师评审专家，高级审计师评审专家，格林威治大学访问学者，信阳农林学院客座教授。
刘文丽	独立董事	2024/11/21	民进会员，法律学士，在职法学博士学位，三级律师。分别在湖南闻胜律师事务所、广东诚公（长沙）律师事务所从事专职律师工作 33 年，曾任民进湖南省委社会与法制专业委员会副主任，现任广东诚公律师事务所高级合伙人、董事兼长沙分所主任等职务。
刘巨钦	独立董事	2023/07/21	工学（机械）学士，企业管理硕士，经济学博士，博士生导师，国家二级教授。在湘潭大学从事企业管理教育工作 34 年。曾任湘潭大学商学院副院长、湘潭大学兴湘学院院长。

资料来源：公司公告、中国银河证券研究院

### （三）策略转型+门店调改驱动业绩盈利反转

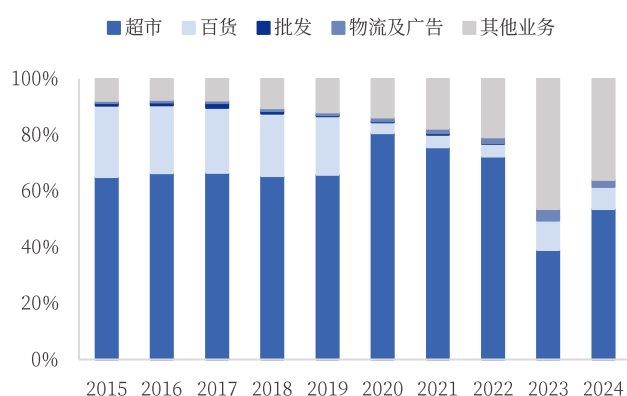
闭店导致营收大幅下滑，店铺经营改革下单店营收能力显著提升。截至 2024 年，超市/百货/物流及广告/其他业务营收占比分别为 53.6%/7.8%/2.5%/36.1%，超市和百货业务保持为主营业务。受公司战略影响，2021 年起公司大规模闭店导致营业收入大幅下降，但关店的同时单门店平均营收能力大幅提升，主要由于闭店使公司摆脱经营不善门店的拖累，且胖东来扶持调改下现存门店经营能力大幅提升，2024 年超市门店和百货门店平均单店营收分别为 6811 万元和 841 万元，同比提升了 444%和 71%。2024 年超市门店和百货总门店数虽由 2023 年的 162 家下滑至 59 家，但两业务板块营收合计达到 21 亿元/同比+38.1%。

图10：步步高营业收入及增速



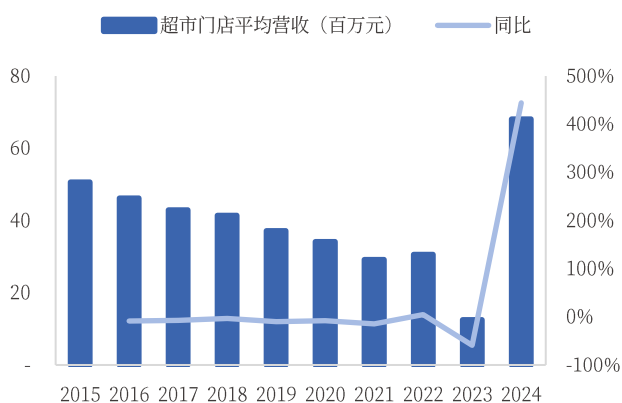
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图11：步步高营收拆分（按业务类型分类）



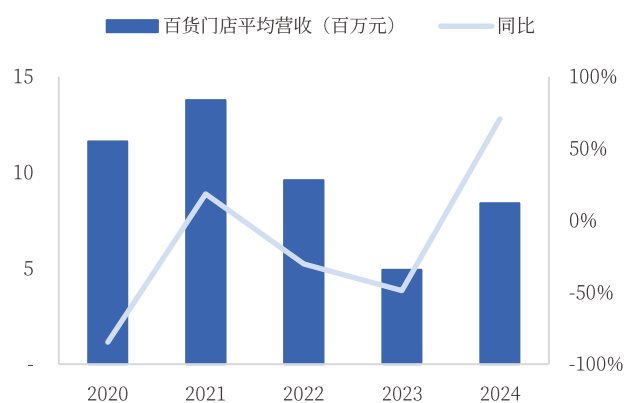
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图12：步步高超市门店平均营收和同比增速



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图13：步步高百货门店平均营收和同比增速



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

超市门店进行全面调改，截至 2025 年春节已完成 16 家门店调改。2024 年 3 月，胖东来对步步高帮扶计划正式启动，从员工薪资、工作时间、卖场规划、商品重整、供应链、价格优化、服务提升等各方面对公司超市业务进行系统调整，旨在在湖南地区打造胖东来式卖场。截至 2025 年春节，公司共完成了 16 家门店的调改，且于年后开启了新一轮调改计划，预计剩余门店将在 2025 年 8 月 30 日前完成调改。



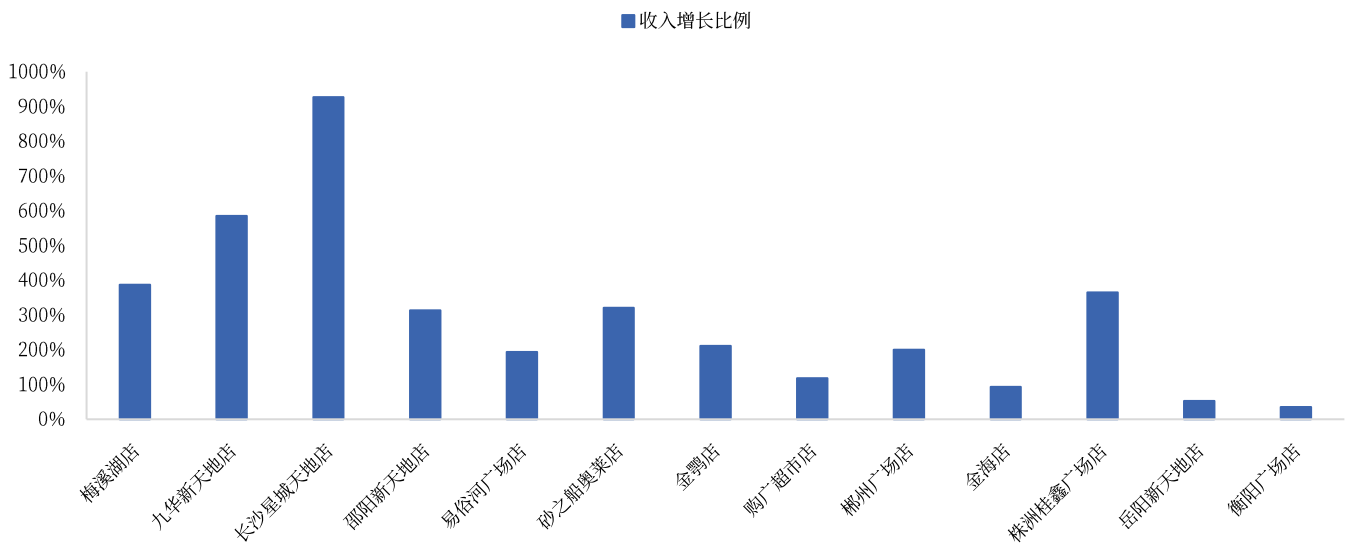
表2: 部分调改举措

调改措施	具体举措
门店经营时间	调改后营业时间统一为 9:30-21:30, 门店营业时间缩短 2 小时。
员工薪资上调	基层员工平均工资从 2500 元/月上调至 4500 元/月。
区域改革	扩大烘焙区、现场加工区以及熟食区, 新增休息区、现场加热、宠物寄存柜等便民服务。
环境升级	取消了强制动线, 拓宽卖场通道等。
商品结构调整	大规模淘汰原有商品, 各门店下架原有商品 70%左右, 调改过后的商品结构达到胖东来的 90%, 同时引进部分胖东来自营品牌产品如 DL 果汁、DL 精酿小麦啤酒、DL 燕麦片、DL 洗衣液、DL 毛巾等。
质量升级	保留一线品牌, 优选特色、质量可靠的商品, 对品质没有保障的商品进行淘汰; 对原有设备进行更新迭代, 新增了日配冷链, 更换了生鲜环岛和陈列道具, 保障商品新鲜和品质, 生鲜、果切、加工等商品打出了“日清”的标语, 当日沽清, 不卖隔日。

资料来源: 公司公告、中国银河证券研究院

**调改效果得到验证, 超市门店销售额与客流量大幅提升。**据公司数据显示, 2024 年完成调改的 13 家门店年内营业收入同比平均提升 292%, 其中, 于 12 月 18 日和 12 月 31 日完成调改的岳阳新天地店和衡阳广场店分别录得 52%和 35%的同比增长。另外, 在春节期间, 16 家调改门店经营情况显著好转, 门店销售额同比+325%, 进店客流突破 200 万人次, 熟食区、面包区和水果区作为调改重点, 销售额分别同比提升了 2077%/1708%/716%, 驱动超市营收增长。另外, 在调改店影响力提升和客流量增长的带动下, 未调改的超市门店和百货门店业绩也有所提升, 百货业态 2024 年客流量达 2.12 亿人次/同比+15.5%。

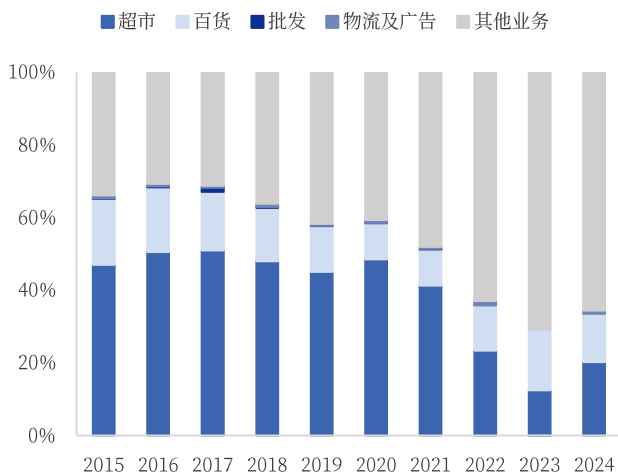
图14: 2024 年完成调改的门店营业收入同比增速



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

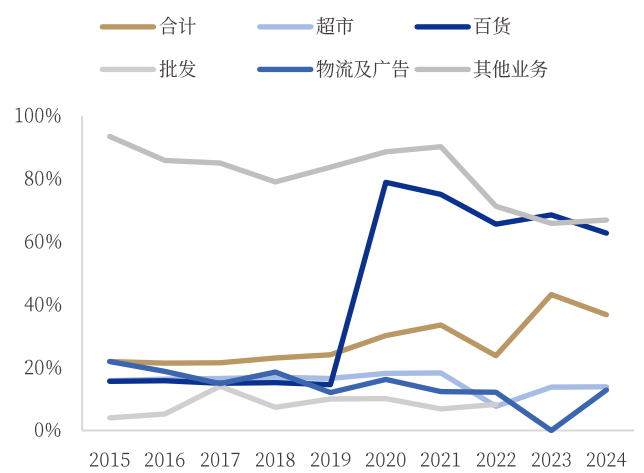
**策略调整后公司主营业务毛利率水平改善。**从毛利层面来看, 公司超市和百货门店大规模关店下导致主营业务毛利占比大幅缩减。由于关闭了大量经营状态不佳门店, 主营业务的毛利率水平得到改善, 2023 年超市和百货毛利率明显提升, 2024 年受宏观经济波动消费力疲软影响, 公司线下零售业务小幅承压, 我们认为或导致百货板块毛利率下滑, 而超市业务在门店调改经营能力提升、产品结构优化和供应链优化下抵消了宏观经济带来的影响, 2024 年毛利率仍录得小幅提升。截至 2024 年, 公司毛利率为 36.8%, 其中, 超市/百货/物流及广告/其他业务的毛利率分别为 13.9%/62.7%/12.9%/66.9%。

图15: 步步高毛利拆分 (按业务类型分类)



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图16: 步步高各业务板块毛利率

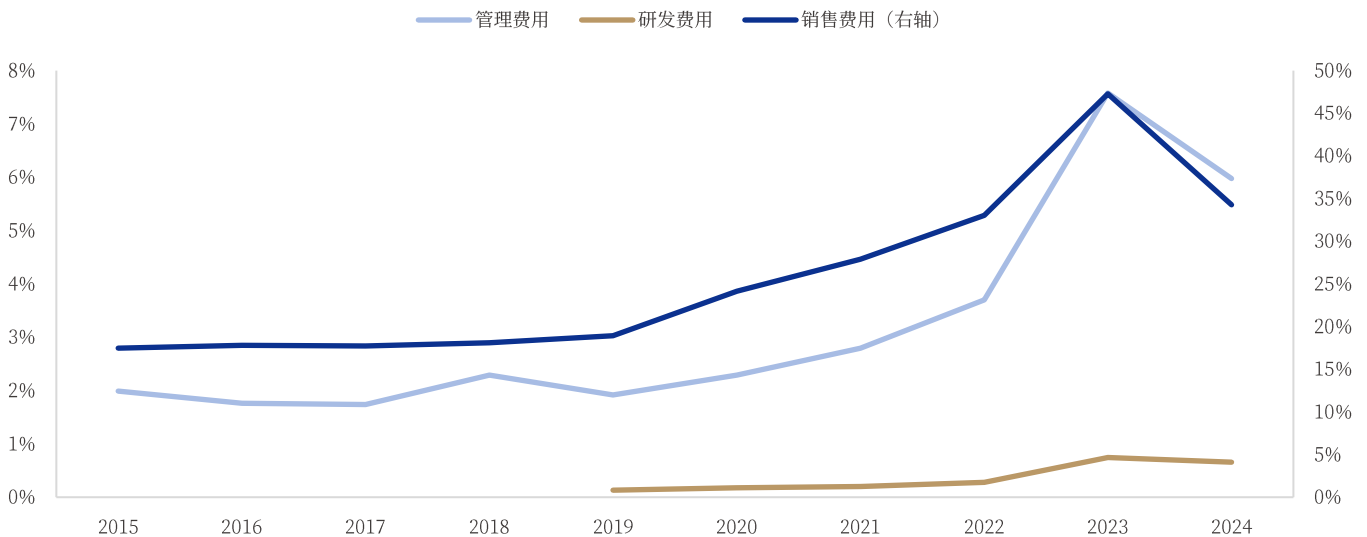


资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

**自有品牌开发有望提升毛利率水平。**2024年内公司与其新加入股东白兔有你文化科技共同成立了合资公司湖南步步高白兔品牌管理有限责任公司, 用于未来自有品牌的孵化与建设, 凭借白兔有你专业的内容制造和品牌宣传变现能力配合步步高丰富生产和供应链管理经验和, 步步高自有品牌影响力有望进一步提升, 毛利率仍有上升空间。

**费用率呈下滑趋势。**费用端, 2024年公司销售费用/管理费用/研发费用分别为11.8亿元/2.1亿元/0.2亿元, 在营收中占比为34.3%/6.0%/0.7%, 占比同比-13.0pct/-1.6pct/-0.1pct。公司通过优化门店布局、关闭低效门店, 减少了不必要的营销开支, 使得销售费用率大幅下滑。

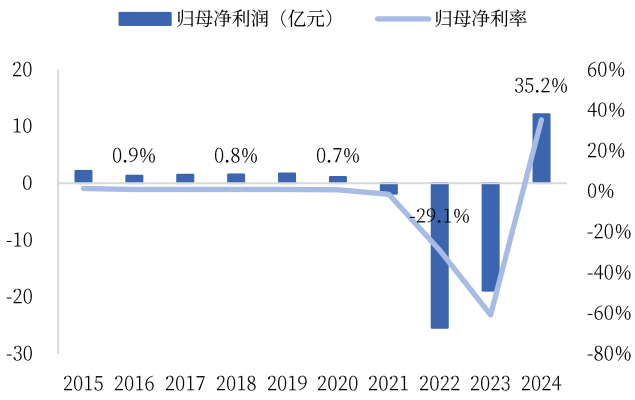
图17: 步步高历年费用率



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

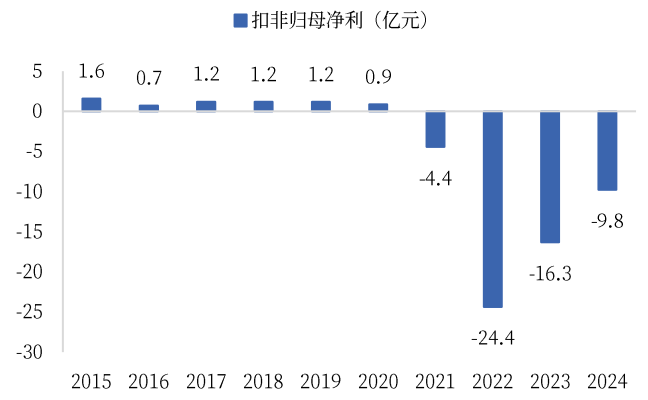
**公司归母净利润扭亏转盈, 成功摘帽。**得益于重整和经营改革, 公司2024年实现归母净利润12.1亿元, 成功扭亏, 归母净利率达到35.2%, 为历年来最高水平。2024年扣非归母净利为-9.8亿元, 主要由于剔除了重整受益28.8亿元, 扣非归母净利虽仍为亏损但亏损幅度已明显收窄。公司年报发布后向深交所提交了撤销其他风险警示申请并得到批准, 于4月21日起撤销其他风险警示, 证券简称由“ST步步高”变更为“步步高”。

图18: 步步高历年归母净利



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图19: 步步高历年扣非归母净利



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

## 二、投资建议

---

步步高重整完成，基本摆脱历史包袱，资源配置已回归核心业务，目前超市板块调改效果良好，2025年超市板块预计将全部调改完成，百货板块也在转型当中，未来门店业绩增量空间巨大，另外经营效率提升下费用率持续下降，盈利能力有望提升。我们预计2025-2027年归母净利润分别为2.6亿元/3.7亿元/4.9亿元，对应PE估值为48X/33X/25X，首次覆盖，给予“推荐”评级。

### 三、风险提示

---

- 1) 调改效果不及预期的风险；
- 2) 宏观经济波动的风险；
- 3) 行业竞争加剧的风险。

## 图表目录

图 1: 步步高发展历程.....	4
图 2: 步步高新增超市门店数量 .....	5
图 3: 步步高新增百货门店数量 .....	5
图 4: 步步高资产结构 (百万元) .....	5
图 5: 步步高核心财务指标 .....	5
图 6: 步步高历年关闭门店数量 (按地区分类) .....	6
图 7: 步步高超市门店数量 (按地区分类) .....	6
图 8: 步步高百货门店数量 (按地区分类) .....	6
图 9: 步步高股权穿透图.....	7
图 10: 步步高营业收入及增速.....	8
图 11: 步步高营收拆分 (按业务类型分类) .....	8
图 12: 步步高超市门店平均营收和同比增速 .....	8
图 13: 步步高百货门店平均营收和同比增速 .....	8
图 14: 2024 年完成调改的门店营业收入同比增速.....	9
图 15: 步步高毛利拆分 (按业务类型分类) .....	10
图 16: 步步高各业务板块毛利率.....	10
图 17: 步步高历年费用率.....	10
图 18: 步步高历年归母净利.....	11
图 19: 步步高历年扣非归母净利.....	11
表 1: 步步高董事情况.....	7
表 2: 部分调改举措.....	9

附录：

公司财务预测表

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	1970.10	7233.55	11482.89	12927.73
现金	1030.16	5596.53	9306.31	10618.06
应收账款	51.89	109.33	153.64	166.11
其它应收款	74.27	156.50	219.93	237.78
预付账款	82.90	196.05	283.70	304.56
存货	325.17	769.02	1112.85	1194.66
其他	405.71	406.13	406.46	406.56
非流动资产	20159.04	20159.04	20159.04	20159.04
长期投资	5.57	5.57	5.57	5.57
固定资产	2351.95	2351.95	2351.95	2351.95
无形资产	1284.95	1284.95	1284.95	1284.95
其他	16516.58	16516.58	16516.58	16516.58
资产总计	22129.13	27392.59	31641.93	33086.77
流动负债	4051.91	9054.92	12928.19	13874.31
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	772.50	1826.96	2643.80	2838.17
其他	3279.41	7227.96	10284.39	11036.14
非流动负债	9859.04	9859.04	9859.04	9859.04
长期借款	6310.73	6310.73	6310.73	6310.73
其他	3548.31	3548.31	3548.31	3548.31
负债合计	13910.96	18913.96	22787.23	23733.35
少数股东权益	349.00	352.22	356.86	363.03
归属母公司股东权益	7869.18	8126.41	8497.83	8990.39
负债和股东权益	22129.13	27392.59	31641.93	33086.77

现金流量表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	-209.14	4422.24	3565.66	1267.63
净利润	1226.85	260.45	376.07	498.72
折旧摊销	584.01	0.00	0.00	0.00
财务费用	214.66	220.88	220.88	220.88
投资损失	-2902.44	-200.00	-200.00	-150.00
营运资金变动	-443.67	4305.92	3333.71	813.03
其它	1111.45	-165.00	-165.00	-115.00
投资活动现金流	-313.69	365.00	365.00	265.00
资本支出	-315.33	165.00	165.00	115.00
长期投资	2.69	0.00	0.00	0.00
其他	-1.06	200.00	200.00	150.00
筹资活动现金流	1026.32	-220.88	-220.88	-220.88
短期借款	-6113.84	0.00	0.00	0.00
长期借款	2536.38	0.00	0.00	0.00
其他	4603.78	-220.88	-220.88	-220.88
现金净增加额	503.48	4566.36	3709.78	1311.75

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	3438.19	7236.66	10167.15	10991.76
营业成本	2168.28	5127.96	7420.66	7966.23
营业税金及附加	108.38	180.74	254.00	274.62
营业费用	1175.74	1554.38	2032.03	2142.03
管理费用	205.03	253.04	325.13	329.54
财务费用	200.77	195.12	80.96	-11.78
资产减值损失	-418.64	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	-521.09	0.00	0.00	0.00
投资净收益	2902.44	200.00	200.00	150.00
营业利润	1603.47	275.42	404.35	541.12
营业外收入	15.29	15.00	15.00	15.00
营业外支出	250.71	0.00	0.00	0.00
利润总额	1368.05	290.42	419.35	556.12
所得税	141.20	29.98	43.28	57.40
净利润	1226.85	260.45	376.07	498.72
少数股东损益	15.16	3.22	4.65	6.16
归属母公司净利润	1211.69	257.23	371.42	492.56
EBITDA	304.92	485.54	500.32	544.34
EPS (元)	0.45	0.10	0.14	0.18

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	10.87%	110.48%	40.49%	8.11%
营业利润	204.48%	-82.82%	46.81%	33.82%
归属母公司净利润	164.16%	-78.77%	44.39%	32.61%
毛利率	36.81%	29.07%	26.96%	27.48%
净利率	35.31%	3.56%	3.66%	4.48%
ROE	15.40%	3.17%	4.37%	5.48%
ROIC	-1.65%	2.81%	2.83%	2.99%
资产负债率	62.86%	69.05%	72.02%	71.73%
净负债比率	72.58%	16.49%	-26.10%	-38.74%
流动比率	0.49	0.80	0.89	0.93
速动比率	0.29	0.65	0.75	0.79
总资产周转率	0.15	0.29	0.34	0.34
应收账款周转率	41.43	89.69	77.27	68.71
应付账款周转率	1.31	3.95	3.32	2.91
每股收益	0.45	0.10	0.14	0.18
每股经营现金	-0.08	1.64	1.33	0.47
每股净资产	2.93	3.02	3.16	3.34
P/E	10.14	47.77	33.08	24.95
P/B	1.56	1.51	1.45	1.37
EV/EBITDA	54.39	28.19	19.94	15.92
PS	3.58	1.70	1.21	1.12

## 分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

**顾熹闻** 社会服务行业首席分析师。同济大学金融学硕士，8年证券研究经验。曾先后任职于海通证券、民生证券、国联证券，2022年7月加入中国银河证券。曾获2022第十届Choice社会服务业最佳分析师，2020年《财经》杂志行业盈利预测最准确分析师。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。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。

银河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。银河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。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

## 评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的6到12个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证50指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅5%以上
公司评级		推荐：相对基准指数涨幅20%以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在5%~20%之间
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
	回避：相对基准指数跌幅5%以上	

## 联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi\_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun\_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru\_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang\_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying\_yj@chinastock.com.cn