

步步高(002251)

报告日期: 2025年09月27日

调改红利释放, 利润改善

——步步高更新报告

投资要点

□ 公司调改进程加快, 主业超市表现亮眼

公司继续深入学习胖东来, 超市业态通过逐步关闭低效门店、调改潜力门店, 开展自有品牌战略, 整体经营业绩较同期改善, 其中超市业态调改后增长较为明显。分业务, 2025H1 超市/其他业务/百货/其他分别收入 13.70/5.88/1.28/0.47 亿元, 同比+56.37%/-9.73%/-13.64%/+20.89%。25H1 公司经营门店共 55 家, 其中超市 23 家, 百货(含购物中心) 32 家。

□ 根据长沙晚报, 今年 3 月以来, 步步高超市调改、重开了长沙的丽发新城店、荟聚店。截至目前, 步步高已成功完成全省 20 家门店调改工作, 其中, 长沙 6 家, 分别是梅溪店、星城天地店、砂之船店、金星路店、丽发新城店、洋湖荟聚店。

□ 去除后台毛利后, 超市前台毛利率提升

2025H1 超市/其他业务/百货/其他毛利率分别为 21.34%/67.46%/60.39%/23.38%, 同比+7.47pct/-3.74pct/-3.84pct/+14.73pct。

□ 费用率整体优化, 财务费用有望得到控制

公司 2025H1 毛利率 36.45%, 同比-3.44pct, 销售/管理/研发/财务费用分别占比 21.88%/4.23%/0.36%/6.13%, 同比-11.12pct/-0.75pct/-0.29pct/+2.12pct。财务费用增长主要系 24 年同期处于重整期部分借款无需计提利息; 25H1 财务费用新增了留债收益摊销 2,678 万元所致。

□ 组织架构改革, 治理结构优化。公司引入重整投资人后, 选举产生了新一届董事会、监事会、高管团队, 并首次执行轮值总裁制, 实现经营管理团队年轻化、专业化。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, 实现后台共享化、总部服务门店, 提升组织运行效率。

□ 直采强化供应链优势。步步高通过深化源头直采, 与超 200 家优质供应商建立战略合作, 由此带来商品价格优势与新鲜度提升; 3 月正式推出的自有品牌 BL (Better Life, Better Love), 截至 7 月底已有超 50 支单品陆续上市, 覆盖一次性用品、纸品、米、啤酒等多个品类。

□ 投资建议: 步步高超市调改顺利, 期待百货调改进一步释放利润, 调改进度有望超预期, 所以上调 2025 年盈利预测。我们预计公司 2025-2027 年实现营业收入 70.07/77.58/99.50 亿元, 同比+104.23%/+10.71%/+28.25%, 实现归母净利润 2.16/2.97/5.43 亿元, 同比-82.21%/+37.98%/+82.41%, 对应 PE69X/50X/28X, 维持“买入”评级。

□ 风险因素

消费复苏不及预期风险, 竞争加剧风险, 调改不及预期风险。

投资评级: 买入(维持)

分析师: 宁泽洁

执业证书号: S1230522060002
ningfujie@stocke.com.cn

研究助理: 卢子宸

luzichen@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 5.57
总市值(百万元)	14,976.06
总股本(百万股)	2,688.70

股票走势图



相关报告

- 《东山再起, 步步高升》
2025.05.22
- 《超市板块增长强劲, 数字化建设持续推进——步步高半年报点评》
2020.08.27

财务摘要

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	3431.22	7007.49	7758.12	9950.09
(+/-) (%)	11.14%	104.23%	10.71%	28.25%
归母净利润	1211.69	215.57	297.43	542.54
(+/-) (%)	/	-82.21%	37.98%	82.41%
每股收益(元)	0.45	0.08	0.11	0.20
P/E	12.36	69.47	50.35	27.60

资料来源: 浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	1970	9961	13718	15257
现金	1030	8354	12028	13525
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	0	164	195	211
其它应收款	0	0	0	0
预付账款	83	253	290	317
存货	325	655	883	975
其他	532	535	323	228
非流动资产	20159	21949	20715	20434
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	6	5	6	5
固定资产	2352	2304	2098	1910
无形资产	1285	1192	1097	1004
在建工程	1241	993	794	635
其他	15276	17455	16719	16879
资产总计	22129	31910	34433	35690
流动负债	4052	14053	16350	16862
短期借款	0	3000	3000	3000
应付款项	773	3369	4042	3985
预收账款	0	0	0	0
其他	3279	7684	9307	9876
非流动负债	9859	9420	9345	9542
长期借款	6311	6311	6311	6311
其他	3548	3110	3035	3231
负债合计	13911	23474	25695	26403
少数股东权益	349	352	355	362
归属母公司股东权	7869	8085	8382	8925
负债和股东权益	22129	31910	34433	35690

现金流量表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	(209)	5144	3557	1593
净利润	1227	218	301	549
折旧摊销	584	466	418	430
财务费用	201	201	194	155
投资损失	(2902)	(10)	(10)	(10)
营运资金变动	(4821)	6531	2486	361
其它	5502	(2262)	169	108
投资活动现金流	(314)	(852)	400	77
资本支出	254	146	251	194
长期投资	572	(614)	219	59
其他	(1140)	(383)	(69)	(176)
筹资活动现金流	1026	3032	(284)	(173)
短期借款	(6114)	3000	0	0
长期借款	2536	0	0	0
其他	4604	32	(284)	(173)
现金净增加额	503	7324	3674	1498

利润表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	3431	7007	7758	9950
营业成本	2168	4259	4663	5936
营业税金及附加	108	195	252	305
营业费用	1176	1682	1862	2388
管理费用	205	315	310	378
研发费用	23	46	51	65
财务费用	201	201	194	155
资产减值损失	451	7	8	10
公允价值变动损益	(521)	(100)	(100)	(100)
投资净收益	2902	10	10	10
其他经营收益	115	26	21	18
营业利润	1603	237	349	641
营业外收支	(235)	5	5	5
利润总额	1368	243	354	646
所得税	141	24	53	97
净利润	1227	218	301	549
少数股东损益	15	3	4	7
归属母公司净利润	1212	216	297	543
EBITDA	2126	908	964	1229
EPS (最新摊薄)	0.45	0.08	0.11	0.20

主要财务比率

	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	11.14%	104.23%	10.71%	28.25%
营业利润	/	-85.21%	47.12%	83.65%
归属母公司净利润	/	-82.21%	37.98%	82.41%
获利能力				
毛利率	36.81%	39.22%	39.90%	40.35%
净利率	35.76%	3.11%	3.88%	5.52%
ROE	21.23%	2.59%	3.46%	6.02%
ROIC	8.09%	1.98%	2.29%	3.24%
偿债能力				
资产负债率	62.86%	73.56%	74.62%	73.98%
净负债比率	46.68%	41.44%	37.50%	36.43%
流动比率	0.49	0.71	0.84	0.90
速动比率	0.41	0.66	0.79	0.85
营运能力				
总资产周转率	0.15	0.26	0.23	0.28
应收账款周转率	41.43	64.80	43.17	48.97
应付账款周转率	1.31	2.12	1.29	1.50
每股指标(元)				
每股收益	0.45	0.08	0.11	0.20
每股经营现金	-0.08	1.91	1.32	0.59
每股净资产	2.93	3.01	3.12	3.32
估值比率				
P/E	12.36	69.47	50.35	27.60
P/B	1.90	1.85	1.79	1.68
EV/EBITDA	9.02	20.95	15.77	11.28

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>