



步步高 (002251.SZ)

增持 (首次评级)

公司深度研究

证券研究报告

转型精选型零售，区域龙头价值重估

零售行业为何拥有潜在发展机遇？

线下零售需求端刚性而庞大：电商发达背景下线下消费占比仍达 70%，大量消费品类线下占比很高。湖南为代表下沉市场线上化率相对更低。供给端优质供给稀缺：传统商超由于商业模式限制无法提供真正质价比高的商品，为新型商超提供了生存的空间。

步步高精选型零售转型的措施：

①货：取消入场费制度实现裸价采购，恢复选品话语权，降低不合理高价，增加高质量商品；加工食品是胖东来模式最重要创新，顺应老龄化+少子化趋势下加工食品需求，增加获客能力。②人：商品变化瞄准年轻群体，核心客群年轻化推动客单价提升。员工数量增加、待遇提升，促成优质服务有效循环。③场：合理的卖场设计能够显著提高消费者的消费体验。

步步高如何阻挡后来者的冲击？

1) 特殊超市+百货双轮驱动模式，带来更低租金&更强获客能力。2) 上市公司融资优势支撑胖东来模式运转，多项改革措施对资金提出更高要求：去入场费带来更短账期；更高工资水平+更好超市硬件；中央厨房建设。3) 规模优势在标品/自有商品/加工食品端赋能：规模优势赋能标品——裸价采购+规模优势=更低进货价；规模优势赋能自有品牌——代工厂更优质+成本更低；区域规模优势赋能加工食品。4) 区域习惯统一性降低扩张难度，提高经营质量。

盈利预测、估值和评级

公司 24 年实现扭亏为盈，其中投资收益达 29 亿元，25 年投资收益贡献明显减少，主业恢复成为业绩主要驱动力。由于 25 年上半年存在关店和门店休业调改影响，下半年随着开业调改店增多超市收入迎来放量。预计公司 2025-2027 年实现营业收入

51.83/69.53/80.34 亿元，分别同比增长+50.7%/+34.2%/+15.5%，实现归母净利润 3.64/3.37/5.05 亿元，分别同比变动-70.00%/-7.4%/+50.12%，对应 PE42.08X/45.44X/30.27X。2025-2027 年公司扣非归母净利润增幅分别达到大幅扭亏/+52%/+50%。

我们认为步步高调改质量在可比公司中相对较高，且百货调改仍处在初期未来可能放量，未来也有湖南本地门店扩张潜力，以 2027 年预测归母净利润为基础，给予 34 倍估值，目标市值 171.83 亿元，目标价为 6.39 元，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示

行业竞争加剧、调改门店客流量下滑、各地区消费习惯差异

国金证券研究所

分析师：赵中平 (执业 S1130524050003)

zhaozhongping@gjzq.com.cn

分析师：于健 (执业 S1130525070012)

yu_j@gjzq.com.cn

分析师：王译 (执业 S1130525090006)

wangyi9@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：5.69 元

目标价 (人民币)：6.39 元



公司基本情况 (人民币)

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	3,101	3,438	5,183	6,953	8,034
营业收入增长率	-64.54%	10.87%	50.74%	34.16%	15.55%
归母净利润(百万元)	-1,889	1,212	364	337	505
归母净利润增长率	-25.75%	-164.16%	-70.00%	-7.40%	50.12%
摊薄每股收益(元)	-2.186	0.451	0.135	0.125	0.188
每股经营性现金流净额	-1.57	-0.08	0.02	0.68	0.63
ROE(归属母公司)(摊薄)	-65.99%	15.40%	4.50%	4.06%	5.88%
P/E	-1.85	8.76	42.08	45.44	30.27
P/B	1.22	1.35	1.89	1.85	1.78

来源：公司年报、国金证券研究所



内容目录

一、引言：市场对零售行业和步步高存在预期差.....	4
二、行业机遇——湖南线下消费占比高，但优质零售供给缺乏.....	5
2.1、需求侧：湖南线下消费占比高，需求刚性而庞大.....	5
2.2、供给侧：线下真正的优质供给明显缺乏，传统模式无以为继.....	6
三、步步高的新变化——转型精选型零售.....	8
3.1、步步高发展历程复盘——从扩张到收缩，从困境到转型.....	8
3.2、步步高超市调改思路.....	12
3.2.1、商品端变化.....	12
3.2.2、人的变化.....	14
3.2.3、卖场的变化.....	15
四、步步高如何阻挡后来者的冲击？.....	15
4.1、特殊的超市+百货双轮驱动模式，带来更低租金成本&更强获客能力.....	15
4.2、上市公司融资优势，支撑胖东来模式的运转.....	16
4.3、规模优势在标品/自有商品/加工食品端的赋能.....	17
4.4、区域消费习惯的统一性降低扩张难度，提高经营质量.....	17
4.5、展望未来步步高的成长路径.....	17
五、盈利预测.....	18
六、风险提示.....	20

图表目录

图表 1：剔除出海贡献后，渠道商是日本过去 30 年复合收益率最高的消费公司.....	4
图表 2：剔除出海贡献后，过去 30 年渠道商为美国贡献了最多的消费牛股.....	5
图表 3：近两年中国线上消费占比提升速度显著放缓.....	5
图表 4：绝大多数消费品的消费场景仍主要在线下.....	5
图表 5：湖南&北京&全国线上化率对比（%）.....	6
图表 6：进场费部分类目及其含义.....	6
图表 7：联营制关键概念.....	7
图表 8：2015 年后网上消费额迎来快速增长.....	8
图表 9：2015 年后中国连锁超市门店数开始下滑（家）.....	8
图表 10：2017-2021 年中国主要上市商超企业营收和利润表现不佳.....	8
图表 11：2018-2020 年中国连锁超市百强坪效变化.....	8
图表 12：步步高发展历程.....	9
图表 13：扩张期 Capex 增速高于营收增速（百万，%）.....	9



图表 14:	扩张期固定资产占比大幅上升 (百万, %)	9
图表 15:	扩张期营收增速小于门店数量增速 (%)	9
图表 16:	扩张期单店效率降低 (百万)	9
图表 17:	实施收缩战略, 大规模关店专注湖南本地市场 (家, 亿元)	10
图表 18:	重整后公司股权状况	10
图表 19:	2024 年 11 月管理层团队大幅更新, 新董事会成员经验丰富	11
图表 20:	步步高调改工作会议	11
图表 21:	步步高调改动员大会	11
图表 22:	步步高部分调改店的商品端调改效果	12
图表 23:	2025 年步步高部分调改店品类销售额同比增长情况 (%)	13
图表 24:	步步高加工类商品全面改善	13
图表 25:	步步高自有品牌洗衣液	14
图表 26:	步步高自有品牌椰子水	14
图表 27:	调改后年轻客流明显增加	14
图表 28:	胖东来员工工资	15
图表 29:	胖东来岗位服务标准摘录	15
图表 30:	步步高调改店的卖场设计变化情况	15
图表 31:	步步高旗下超市位置及物业形式	16
图表 32:	胖东来旗下业态截止 20250920 销售收入	18
图表 33:	胖东来旗下业态 9 月前 20 日销售收入	18
图表 34:	步步高核心业务盈利预测总览	19
图表 35:	可比企业相对估值表	20



一、引言：市场对零售行业和步步高存在预期差

当今世界已进入贸易摩擦加剧，内循环重要性提升的时代，不依赖外需就可以实现长期快速成长的消费赛道屈指可数，这样的赛道兼具防御和进攻的属性。根据我们对美国日本过去 30 年消费行业的复盘和比较（详细参考深度报告《美日消费变迁的启示》），零售赛道在未来的中国具备长期高速成长的可能性，且零售龙头公司高增长的机会并不需要依赖出海就可以实现。

零售龙头公司在后消费时代的成长速度高于大部分传统消费品龙头公司，成长空间主要来自于新型零售模式基础上，依靠效率提升，价格降低两大手段实现的行业集中度提升。从美日经验来看，过去 30 年在不考虑出海贡献前提下，日本折扣零售公司唐吉诃德、两家药妆零售店 Welcia 和 Kusuri 均实现了 20 年左右年化超 20% 的市值增长率，远超其他传统消费品龙头低个位数的增长率水平。而同期美国也涌现了数十家线下零售巨头公司，纯依赖内需都实现了 20 年左右年化超 15% 的市值增长率，而同期宝洁、百事可乐、麦当劳等传统消费龙头公司剔除掉出海贡献后，长期市值增长率水平仅为 6%-8%。

图表1：剔除出海贡献后，渠道商是日本过去 30 年复合收益率最高的消费公司

各赛道代表性公司				市值口径				营业利润口径	
一般行业	二般行业	代表公司	代码	市值（亿日元）	市值区间	市值年化增速（%）	海外收入占比	消除出海因素后市值年化增速（%）	营业利润区间
必需品	零售	唐吉诃德	7532 JP	21,400	1997-2023	21%	15%	15%	1996-2023
	食品药品店	WELCIA	3141 JP	5,170	2001-2023	24%	1%	24%	2009-2023
	食品药品店	KUSURI-AOKI	3549 JP	2,023	2006-2023	20%	低	20%	2006-2023
	批发	三菱商事	8058 JP	97,200	1996-2023	3%	90%	-6%	1992-2023
	批发	伊藤忠商事	8001 JP	91,400	2002-2023	0%	90%	-10%	1992-2023
	批发	丸红株式会社	8002 JP	37,500	1993-2023	6%	90%	-2%	1992-2023
	消费保健品	乐敦制药株式会社	4527 JP	5,661	1994-2023	9%	42%	7%	1994-2023
	个人护理	尤妮佳	8113 JP	31,700	1993-2023	10%	60%	7%	1992-2023
	个人护理	高丝化妆品	4922 JP	6,408	1999-2023	9%	36%	7%	1998-2023
	食品生产	寿制菓株式会社	2222 JP	3,363	1995-2023	16%	3%	15%	1999-2023
	食品生产	味之素	2802 JP	28,400	1993-2023	5%	70%	0%	1992-2023
	食品生产	龟甲万	2801 JP	16,700	1993-2023	8%	77%	3%	1992-2023
	饮料生产	三得利	2587 JP	14,400	2013-2023	3%	55%	-5%	2011-2023
	饮料生产	养乐多	2267 JP	10,800	1994-2023	5%	38%	3%	1994-2023
	饮料生产	朝日啤酒	2502 JP	26,700	1993-2023	6%	39%	4%	1992-2023
非必需品	服装鞋类	Goldwin	8111 JP	4,641	1994-2023	7%	5%	7%	1994-2023
	服装鞋类	迪桑特	8114 JP	2,762	1994-2023	5%	56%	2%	2000-2023
	服装鞋类	亚瑟士	7936 JP	8,095	1990-2023	17%	74%	1994-2023	11%
	零售（专业服饰店）	迅销集团	9983 JP	107,452	1994-2023	16%	61%	12%	1996-2023
	零售（专业服饰店）	PAL Group	2726 JP	2,201	2001-2023	15%	低	15%	2000-2023
	批发（汽车批发）	CENTRAL AUTO PRO	8117 JP	805	1994-2023	6%	31%	5%	1998-2023
	批发（消费电子商店）	DAIWABO HOLDINGS	3107 JP	2,871	2009-2023	13%	43%	9%	1994-2023
	餐饮业	泉盛控股 ZENSHO HOLDINGS	7550 JP	11,828	2014-2023	26%	68%	11%	2001-2023
	餐饮业	东利多控股 TORIDOLL	3397 JP	3,570	2006-2023	20%	38%	16%	2007-2023
	娱乐设施	东京迪士尼度假区管理公司 ORIENTAL LAND CO	4661 JP	95,487	1997-2023	11%	0%	11%	1996-2023
	电子商务	MonotaRO Co., Ltd	3064 JP	7,448	2006-2023	24%	4%	23%	2006-2023
	电子商务	2020	3092 JP	9,206	2007-2023	23%	低	23%	2009-2023
	谷子经济	万代南梦宫	7832 JP	18,802	2006-2023	9%	29%	7%	2006-2023
	谷子经济	三丽鸥	8136 JP	4,782	1994-2023	5%	31%	4%	1994-2023
	谷子经济	任天堂	7974 JP	59,737	1991-2023	3%	78%	1%	1991-2023
	谷子经济	科乐美	9766 JP	8,228	1992-2023	9%	29%	5%	1991-2023
	谷子经济	东映动画	4816 JP	5,381	2001-2023	11%	54%	7%	1999-2023

来源：Bloomberg，国金证券研报《美日消费变迁的启示》，国金证券研究所（消除出海因素原理：上市公司不披露利润的海外占比，因此假定海外收入占比≈海外利润占比，将该比例所占的市值剔除之后，计算其相比上市初市值实现的复合增长，用于比较赛道间长期内成长性差异，单个增速存在偏差，但不影响横向比较）

目前市场对零售行业和步步高均存在预期差：

➤ 第一大预期差

市场对零售行业一直存在低利润率的固有印象，但这不方便相当多的零售龙头实现了较高的长期投资收益。优秀的零售公司如 Costco 净利率也只有 2% 左右，唐吉诃德有 3%-4%，这是行业属性决定的，但这不妨碍“买手制”超市巨头通过高周转实现高 ROE 水平，从而实现长期利润增长，建立稳固竞争优势。中国近些年兴起的以胖东来为代表的线下零售公司，还有进军中国的奥乐齐、Costco 等海外零售公司，其商业模式与过去 20 年中国大部分零售公司的模式均存在根本性差异，本文以及后续系列报告我们将进一步深度讨论这些定位于“买手”的新型商超模式，深度挖掘和解释其背后的竞争优势。

➤ 第二大预期差

市场对步步高商业模式变更的认知不足，新商业模式是对旧有商业模式的颠覆，新模式在后消费时代具备很强的进攻性。步步高是上市零售公司中少有的已经开始深刻商业模式变革，走胖东来精选型零售路线的公司，基于此模式同旧有模式根本性的不同，以及胖东来、Trader Joe 等国内外公司践行成功的经验，还有步步高自身的特殊性优势，我们认为市场对步步高的竞争优势以及投资价值存在预期差，本文后续将深度对其进行讨论。



图表2：剔除出海贡献后，过去30年渠道商为美国贡献了最多的消费牛股

各赛道代表性公司			市值口径					营业利润口径		
一级行业	二级行业	代表姓公司	代码	市值 (亿美元)	市值区间	市值年化增速 (%)	海外收入占比	消除出海因素后市值年化增速 (%)	营业利润区间	营业利润年化增速 (%)
必需品	零售	沃尔玛	WMT US	3,874	1990-2023	9%	17%	8%	1990-2023	8%
	零售	Costco	COST US	2,410	1992-2023	16%	27%	15%	1992-2023	10%
	批发	安德森斯	ANDE US	19	1996-2023	13%	未披露	13%	1993-2023	10%
	批发	PERFORMANCE FOOD性能食品	PFGC US	93	2016-2023	19%	低	19%	2011-2023	17%
	消费保健品	prestige消费保健品	PBH US	31	2005-2023	7%	15%	6%	2005-2023	8%
	个人护理	PROCTER & GAMBLE宝洁公司	PG US	3,584	1990-2023	8%	50%	6%	1990-2023	6%
	个人护理	Church&Dwight Co艾文美	CHD US	230	1990-2023	13%	16%	13%	1990-2023	11%
	饮料生产	可口可乐	KO US	2,539	1990-2023	7%	83%	1%	1990-2023	6%
	饮料生产	百事可乐	PEP US	2,334	1990-2023	8%	43%	6%	1990-2023	6%
	饮料生产	KEURIG DR PEPPER烈思蓝宝	KDP US	463	2008-2023	18%	13%	16%	2006-2023	8%
非必需品	饮料生产	CELSIUS HOLDINGS热力士	CELH US	126	2009-2023	46%	5%	46%	2007-2023	N/A
	饮料生产	NATL BEVERAGE全国饮料	FIZZ US	46	1992-2023	16%	低	16%	1991-2023	8%
	饮料生产	BROWN-FORMAN百富门	BF_A US	276	1994-2023	9%	55%	6%	1990-2023	9%
	饮料生产	MOLSON COORS啤酒	TAP US	132	1993-2023	11%	20%	10%	1990-2023	9%
	饮料生产	BOSTON BEER波士顿啤酒	SAM US	42	1995-2023	8%	5%	8%	1993-2023	11%
	服装鞋类	耐克	NKE US	1,613	1990-2023	13%	50%	11%	1990-2023	9%
	服装鞋类	DECKERS	DECK US	118	1993-2023	15%	70%	11%	1991-2023	20%
	服装鞋类	SKECHERS斯凯奇	SKX US	95	1999-2023	19%	62%	15%	1997-2023	16%
	零售 (专业服饰店)	TJX COS折扣商	TJX US	946	1990-2023	15%	22%	14%	1990-2023	11%
	零售 (专业服饰店)	ROSS STORES罗斯百货	ROST US	410	1990-2023	16%	0%	16%	1990-2023	12%
非必需品	零售 (专业服饰店)	BURLINGTON STORE伯灵顿百货	BURL US	147	2014-2023	26%	2%	25%	2008-2023	11%
	零售 (专业服饰店)	WINMARK 威马克工贸	WINA US	15	2004-2023	9%	低	9%	1991-2023	22%
	零售 (家居专卖)	HOME DEPOT 家得宝	HD US	3,218	1990-2023	15%	8%	15%	1990-2023	16%
	零售 (家居专卖)	LOWE'S COS劳氏	LOW US	1,298	1990-2023	16%	5%	16%	1990-2023	14%
	零售	BUILDERS FIRSTSO	BLDR US	203	2005-2023	21%	0%	21%	2002-2023	21%
	零售 (汽车零售)	O'REILLY AUTOMOT汽配	ORLY US	561	1993-2023	20%	1%	20%	1991-2023	20%
	零售 (汽车零售)	AUTOZONE汽车地带	AZO US	438	1991-2023	11%	13%	11%	1991-2023	13%
	零售 (汽车零售)	LITHIA MOTORS汽车经销	LAD US	90	1996-2023	20%	33%	18%	1994-2023	23%
	批发 (汽车批发)	COPART INC科帕特	CPRT US	423	1994-2023	22%	1%	22%	1992-2023	27%
	批发 (消费电子商店)	EPLUS INC正羽科技	PLUS US	13	1999-2023	14%	6%	13%	1995-2023	17%
非必需品	批发	POOL CORP 泳池用品分销	POOL US	153	1995-2023	23%	7%	23%	1994-2023	17%
	餐饮业	麦当劳	MCD US	2,143	1990-2023	10%	59%	7%	1990-2023	6%
	餐饮业	星巴克	SBUX US	1,043	1992-2023	20%	49%	17%	1991-2023	26%
	餐饮业	墨式烧烤	CMG US	627	2006-2023	23%	2%	23%	2003-2023	N/A
	餐饮业	达美乐披萨	DPZ US	143	2004-2023	14%	67%	7%	2000-2023	9%
	娱乐设施	LIVE NATION ENTE音乐会制作	LYV US	218	2005-2023	20%	33%	17%	2005-2023	N/A
	娱乐设施	VAIL RESORTS韦尔德度假村	MTN US	90	1997-2023	9%	19%	8%	1995-2023	12%
	博彩业	FLUTTER ENTER-DI	FLUT US	317	2006-2023	22%	62%	16%	1999-2023	N/A
	酒店业	万豪	MAR US	655	1998-2023	9%	31%	8%	1997-2023	8%
	酒店业	CHOICE HOTELS精选国际	CHH US	56	1998-2023	8%	16%	7%	1998-2023	7%
非必需品	电子商务	亚马逊	AMZN US	15,776	1997-2023	31%	23%	30%	1995-2023	N/A
	电子商务	ETSY INC古董电商	ETSY US	97	2015-2023	34%	43%	25%	2012-2023	-26%

来源：Bloomberg，国金证券研报《美日消费变迁的启示》，国金证券研究所（消除出海因素原理：上市公司不披露利润的海外占比，因此假定海外收入占比≈海外利润占比，将该比例所占的市值剔除之后，计算其相比上市初市值实现的复合增长，用于比较赛道间长期内成长性差异，单个增速存在偏差，但不影响横向比较）

二、行业机遇——湖南线下消费占比高，但优质零售供给缺乏

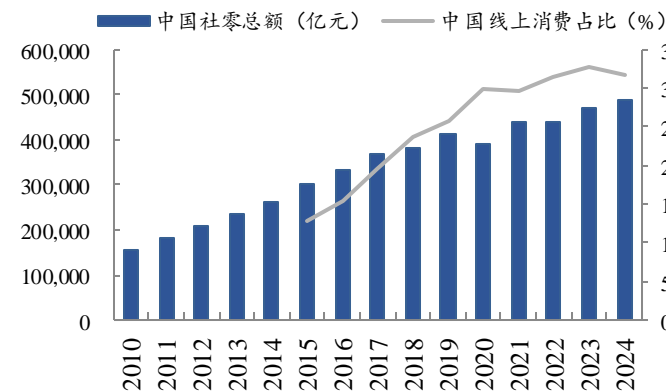
2.1、需求侧：湖南线下消费占比高，需求刚性而庞大

■ 全国角度：线上化速度显著放缓，相当多消费品场景仍停留在线下

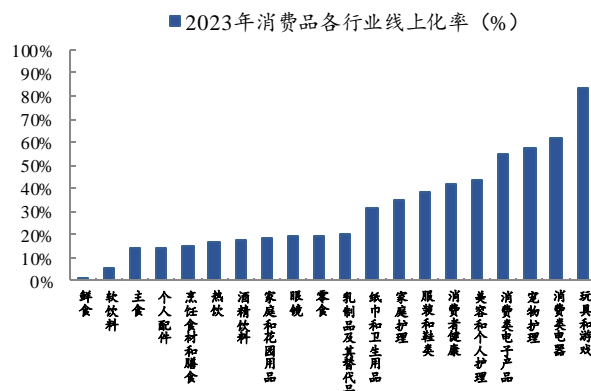
尽管中国电商高度发达，但线下消费占比仍达 70%，线下消费仍旧是占大头的刚性需求。近两年线上消费占比提升速度已明显放缓，中国线上线下消费占比基本稳固。在电商发展成熟多年后，我们发现大量细分消费品类线下占比仍很高，这是由于商品本身属性和中国消费者天然消费习惯所决定，我国居民的消费习惯与欧美差异很大，尤其对于囤积货品的习惯相对较少，大多数的日常消费品讲究即时购买和消费，在这样的消费习惯影响之下，鲜食和软饮料线下占比超过 90%，调味品、酒精饮料、零食、乳制品线下占比均超 80%，前面这几类消费品均是超市主要售卖的品类，而线上化率较高的纸巾、服装鞋类、美容产品，也有至少 50%的消费发生在线下。

图表3：近两年中国线上消费占比提升速度显著放缓

图表4：绝大多数消费品的消费场景仍主要在线下



来源：国家统计局，国金证券研究所



来源：欧睿，国金证券研究所



■ 湖南角度：湖南线上化率低于全国平均水平，电商和外卖影响力更低

湖南作为中国非一线地区的代表，其线上化率相对更低。2023 年全国线上化率为 27.6%，北京线上化率可达到 60.2%，而湖南的线上化率仅为 12%。湖南与北京的线上化率差异如此之大，我们认为这主要由以下三个因素引起：

1) 湖南地区工作之外的时间更充裕，消费者保留了线下消费的习惯

更低的生活成本和更慢的生活节奏，带给了消费者更多的闲暇时间，并且湖南历史上都是夜宵等休闲经济发达的代表性省份，因此消费者仍旧保留了传统的线下消费习惯。

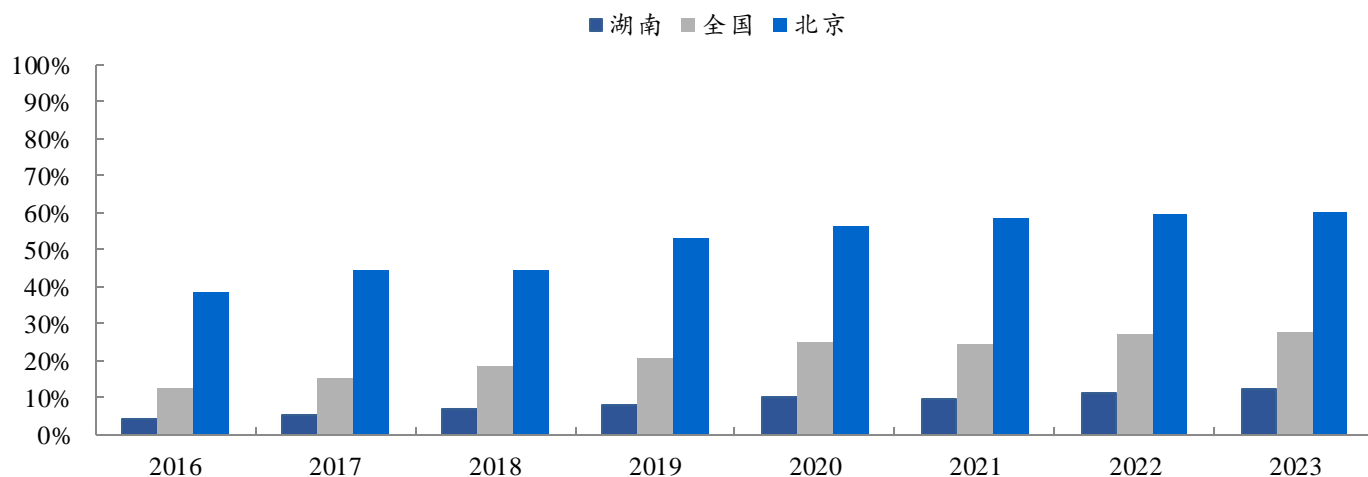
2) 湖南地区收入相对北京更低，因此对外卖运费的溢价敏感度更高

湖南地区的人均收入低于北京，因此对于一单几块钱的运费来说，消费者的敏感度更高，再叠加本身具备充裕的闲暇时间，因此消费者对于外卖的接受度低于北京。

3) 湖南下沉市场的人口集中度不及北京，外卖模型的盈利难度更高

北京的人口密度约为 1334 人/平方公里，湖南的全域人口密度约为 325.5 人/平方公里，考虑到湖南地区由于收入的影响，相当的居住人口不是外卖的核心消费群，因此实际上真正的受众人口分布密度更低，这导致外卖模型在湖南下沉市场盈利的难度更高，外卖对于传统线下零售的影响进一步被削弱。

图表5：湖南&北京&全国线上化率对比（%）



来源：Wind，国家统计局，湖南省统计局，北京统计局，国金证券研究所

2.2、供给侧：线下真正的优质供给明显缺乏，传统模式无以为继

➤ 目前中国大部分商超的模式，均建立在渠道稀缺时代带来的议价权优势上

绝大多数商超仍旧为收取进场费+联营制的商业模式，该模式起源于 1990 年代中国，兴盛于渠道稀缺时代。本质上是商超依靠渠道优势地位，在通过商品进销差价获取利润的方式之外，开拓了更多的利润来源。

1) 进场费

进场费核心在于商品在还没售出之前，商超已获得利润，将商超的一部分盈利诉求从消费者转向供应商。进场费包含上架费、广告费、月返费、端头费等等，在渠道稀缺时代，核心地区的大型商超消费影响力明显，商品销售不成问题，各个品牌供应商为争取更核心的货架位置，愿意为大型商超支付更多的产品销售费用。商超依靠渠道优势坐享前台利润（通过商品卖出实现的进销差价）和后台利润（通过收取进场费获得的利润）。

图表6：进场费部分类目及其含义

类目	含义	举例
上架费	超市为新品提供货架空间所收取的费用，根据商品类别和货架位置定价	热门零食区上架费较高，冷门区域上架费低
广告费	供应商为在超市内进行广告宣传而支付的费用，包括海报、电子屏等渠道	某品牌为推广新品在超市入口电子屏投放广告
月返费	供应商按月销售额一定比例返还给超市的费用，用于弥补超市运营成本	按照供应商月销售额的一定比例返还
端头费	供应商为商品摆放在超市端头位置而支付的费用，该位置人流量大，曝光度高	某品牌饮料为抢占端头位置每季度支付端头费



类目	含义	举例
店庆费	超市店庆时要求供应商支付费用	国庆促销期间，要求供应商支付部分费用支持

来源：国金证券研究所整理

进场费的负面影响：

① 供应商将进场费转嫁给消费者，流通费率提升，终端商品价格虚高

商超增加的名目繁多的入场费，其中一部分由供应商承担，降低了部分毛利，相当部分最终推高了超市的进货价，造成终端商品价格虚高。这是中国众多商品价格高于美日等发达国家商超同类型商品的重要原因，尽管美日的租金和人力均高于中国，且相当部分供货来源也都是中国。

② 进场费高低成为商超选品标准之一，而不是商品本身的受欢迎程度

进场费高低成为商品能否进入超市的关键，大牌商品依靠资金优势挤压了新兴品牌进入商超的机会，将热销和非热销的品类均摆上货架。随着商超对大牌的依赖度和进场费的依赖度提高，商超逐渐丧失引入新兴品牌或者网红爆品的动力，并且非热销商品对货架的占用进一步降低了商超的周转效率。这也是为什么以胖东来为代表的无进场费的商超品牌能够灵活上架众多网红电商品牌和非主流品牌爆品，但传统超市无法这样做的底层原因之一。

2) 联营制

联营制的核心是商超不需要买断商品所有权，库存风险转移给供应商，但同时也让渡了部分商品经营权。供应商免费提供人员上门帮助整理货架，并且库存风险不需要商超承担，商超只需要提供货架位置，根据供应商的销售收入按比例收取扣点即可获得利润，因此成为多数商超选择的经营方式之一。

图表7：联营制关键概念

关键要素	含义
商品所有权	超市不承担库存风险，供应商负责备货、补货、定价及促销。
超市利润来源	超市按销售额的一定比例分成，部分情况下设保底租金
商品陈列管理责任人	供应商派驻促销员（如导购员），负责陈列、促销

来源：国金证券研究所整理

联营制的负面影响：

① 商超逐渐丧失部分自主采购自主选品能力

既不需要承担库存风险，也无需参与商品陈列和促销的另外一面，是商品经营权的让渡。商超将一部分的选品职责交给联营商，导致自己长期无法获取部分品类的实际销售数据，缺失销售经验，逐渐对消费者需求变化变得迟钝，降低自主选品的能力。

② 品牌商在货架放置过多非畅销单品

货架使用权让渡给品牌商，热销连带冷门商品的铺货方式，进一步降低了商超的周转效率。联营往往均以单品牌合作的方式进行，因此联营商只能选择将该品牌旗下的商品集体放上货架，导致一些冷门商品上期存在于商超之中，降低整体周转效率。

③ 商超缺少差异化，只能在同质化模式下竞争

在入场费模式基础上，所有商超的核心客户都是一样的——大品牌。因此无论是联营的品牌，还是自采的品牌，都以主流大品牌为主，因此商超行业逐步走向商品选品和商品陈列千篇一律的同质化竞争。

➤ 电商冲击+零售供给充足背景下，渠道稀缺性不再，传统模式走进负向螺旋

随着电商外卖业态的冲击，以及超市供给逐渐饱和，渠道稀缺性不再，超市客流量明显下降。2015年以来网上消费额迎来快速增长，占总体社零总额的比重不断提升至30%+水平，分流了一部分原本属于线下商超的流量，从零食到个护到家电，各个品类的消费量不同程度地转移到线上；而移动互联网发展催生下的外卖业态，进一步扩大了中小超市和夫妻老婆店的曝光机会，分流了一部分原本属于核心大商超的客流量。

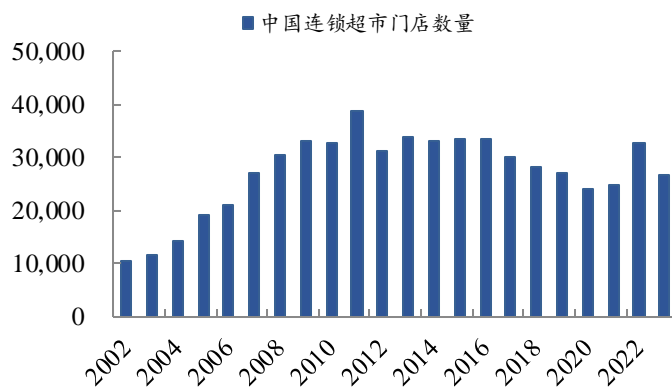


图表8：2015年后网上消费额迎来快速增长



来源：国家统计局，国金证券研究所

图表9：2015年后中国连锁超市门店数开始下滑（家）

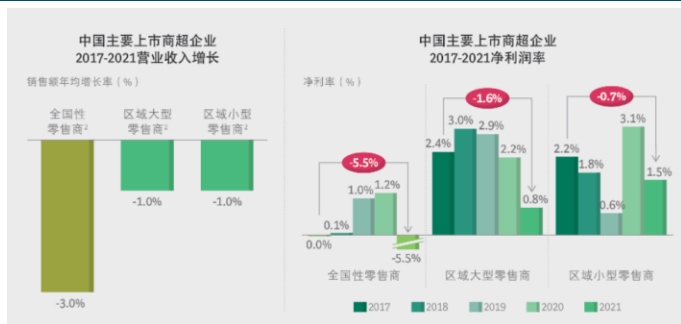


来源：国家统计局，国金证券研究所

在商超客流量下降背景下，传统商超模式走进负向螺旋，导致近些年中国连锁超市百强坪效不断下降，而主要上市的商超企业营收和利润也持续承压。负向螺旋的形成机制如下：

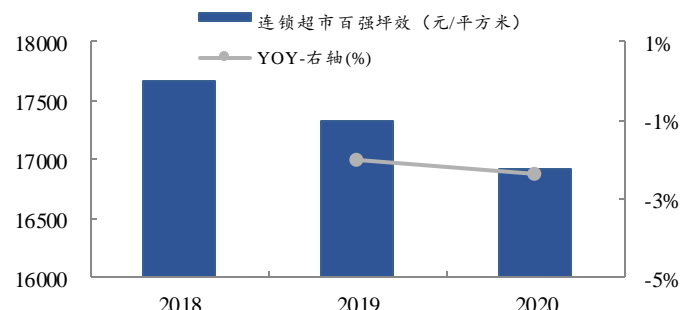
- ①商超商品结构同质化→通过降价吸引客流→倒逼供应商降低价格→供应商降低产品质量应对→商品质量下降→进一步抑制客流量
- ②商超商品结构同质化→通过增加入场费保证利润→供应商进一步将入场费转嫁→终端消费品价格提升→进一步抑制客流量
- ③商超产品结构同质化→试图增加特色产品+自有品牌→伤害贡献进场费的大品牌+长期缺乏自主选品能力→陷入两难

图表10：2017-2021年中国主要上市商超企业营收和利润表现不佳



来源：BCG，国金证券研究所（全国性零售商：业务分布全国各省市的零售商；区域大型零售商：业务分布通常在1-3个省份）

图表11：2018-2020年中国连锁超市百强坪效变化



来源：CCFA 连锁超市 Top100，国金证券研究所

因此即便线下的需求刚性而庞大，但是在过去20年里发展至今的中国传统商超，由于传统商业模式的限制，无法提供给消费者真正质价比高的商品，这就为新型商超提供了生存的空间。

三、步步高的新变化——转型精选型零售

3.1、步步高发展历程复盘——从扩张到收缩，从困境到转型

步步高集团成立于1995年，总部位于湖南长沙，是中国中西部领先的零售连锁企业，业务涵盖百货、购物中心、超市及便利店等多业态。公司早年通过快速区域扩张抢占市场，2016-2020年间门店数量激增近400家，并涉足商业地产投资，但因过度扩张导致资产负担加重，2021年陷入债务危机。2022年起启动战略重组，剥离非核心资产、关闭低效门店至100余家，现已完成“摘帽”并获国资注入。当前聚焦湖南本地市场，对标胖东来推行精细化单店管理，于2024年9月完成债务重组实现扭亏为盈。



图表12：步步高发展历程

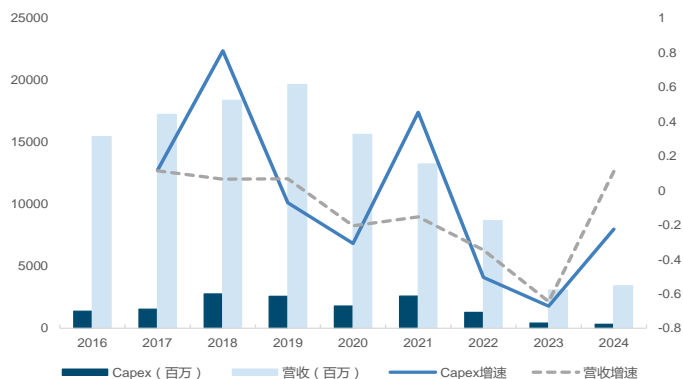
日期	事件	交易总价值(万元)
2015-02-05	步步高布局广西, 拟15.8亿收购南城百货100%股权	157,578.00
2017-08-29	步步高收购梅西商业94%股权	22,560.00
2018-10-10	步步高收购郴州步步高100%股权及97套待售商铺	93,500.00
2019-01-30	步步高收购家润多22家经营权及门店资产	--
2019-06-19	步步高收购湘潭广场商业公司100%股权	64,960.88
2019-12-31	步步高收购丰达置业100%股权	73,500.00
2020-04-25	步步高收购正鲜农业70%股权	500.00
2023-03-17	步步高10%股权协议转让给湘潭产投投资, 国资入场	51,791.04
2024-09-28	*ST步步高进行重整	902,296.31
2025-04-18	撤销其他风险警示, 证券简称变更为“步步高”	--

来源: Ifind, 公司官网, 国金证券研究所

1) 前期扩张效果与代价: 激进投资, 实际产出效率低

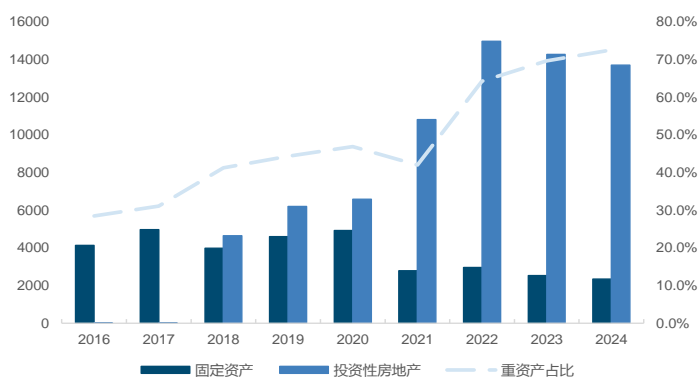
公司前期实施快速扩张战略, 导致单店效率滑坡, 业绩表现持续下滑。2018年开始步步高多个大型购物中心同时开建, 2018年、2021年Capex增速超同期营收增速74.54%、60.64%, 公司2022年重资产占比达72.6%。但扩张战略对公司业绩的提升远不达预期, 营收增速逐年下滑且单店效率滑坡, 公司自2020年开始连续4年营收负增长, 但同期门店数增速高于营收增速。

图表13：扩张期Capex增速高于营收增速（百万，%）



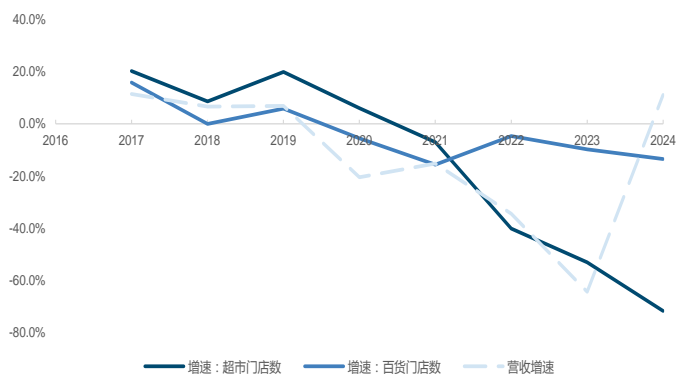
来源: Ifind, 国金证券研究所

图表14：扩张期固定资产占比大幅上升（百万，%）

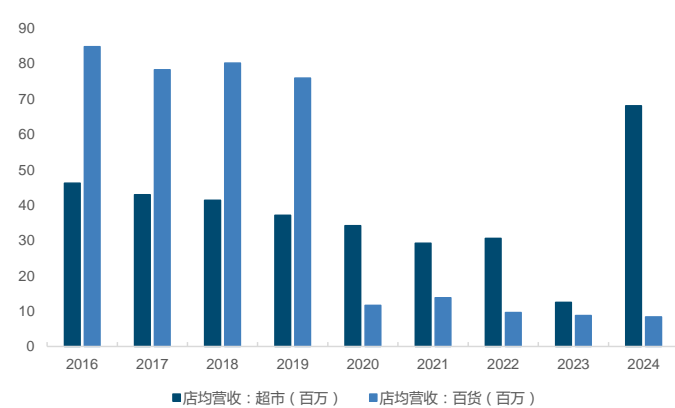


来源: Ifind, 国金证券研究所 (重资产占比为固定资产和投资性房地产占总资产比重)

图表15：扩张期营收增速小于门店数量增速（%）



图表16：扩张期单店效率降低（百万）





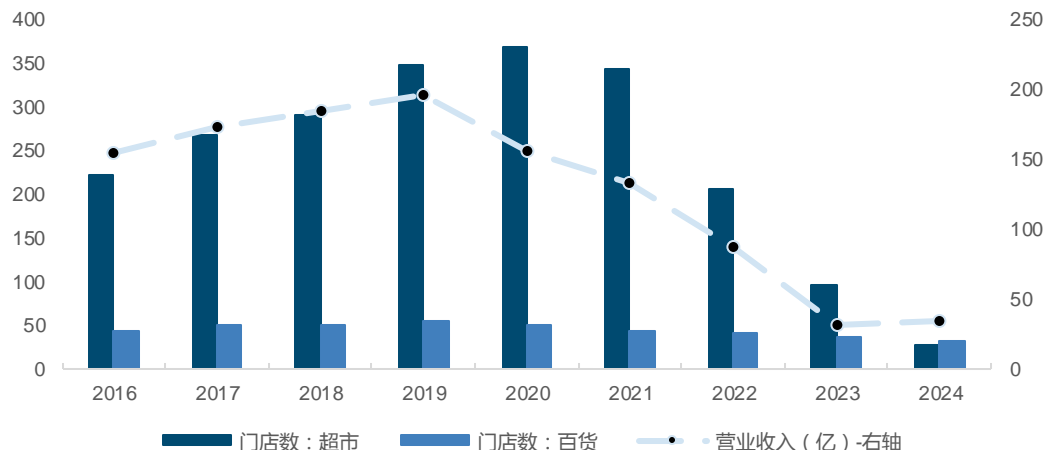
来源：Ifind，国金证券研究所

来源：Ifind，国金证券研究所

2) 重整阶段：大规模退出外地市场，股权结构与管理层换新

公司实施收缩战略，大规模退出外地市场，深耕本地市场。截止 2024 年底，为应对店铺租金压力公司实施收缩战略，门店数由高峰期的 300 多家，覆盖湖南、广西、四川等地，减至 24 年底的 59 家（超市 27 家，百货 32 家），主要集中在湖南长沙和湘潭等优质区位。

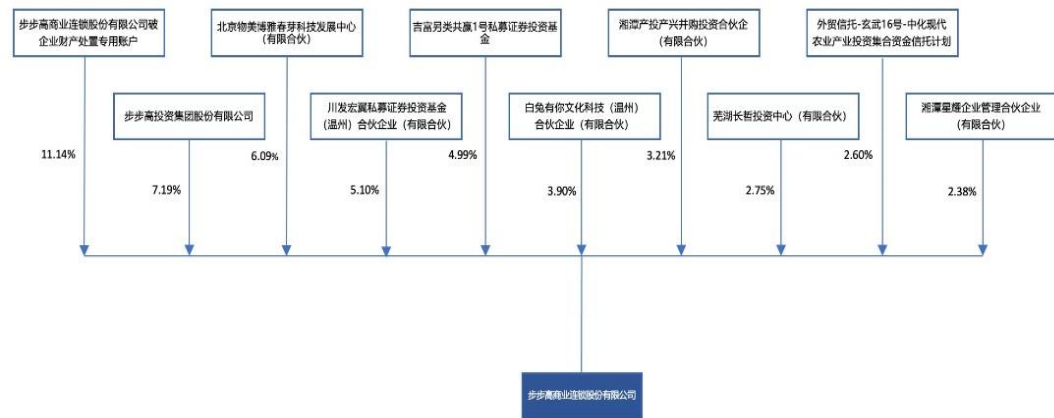
图表17：实施收缩战略，大规模关店专注湖南本地市场（家，亿元）



来源：ifind，国金证券研究所

在股权结构方面，引入 17 家重整投资人，债务风险化解，流动性大幅改善。公司于 2024 年引入重整投资人，包括产业投资人和财务投资人，同时公司通过资本公积金转增股票方式调整出资人权益，每 10 股转增 22 股，转增后总股本增加至 2688,699,689 股。

图表18：重整后公司股权状况



来源：Wind，国金证券研究所

在管理层方面进行人员的大幅度更新，董事会成员具有物美、重庆百货、京东、白兔有你等合伙人背景，管理经验丰富。



图表19：2024 年 11 月管理层团队大幅更新，新董事会成员经验丰富

姓名	职务	任职日期	学历	简介
董事会				
王填	董事长、董事	2007-12-01	本科	汉族，1968年出生，本科学历。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。现任本公司董事长兼总裁、步步高投资集团有限公司董事长。王填先生曾担任第十届、第十一届、第十二届、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、董事	2024-11-21	硕士	汉族，中共党员，1981年5月出生，研究生学历。2003年12月参加工作。历任湘潭市工业职校教师，湘潭市经济局文秘，湘潭市政府研究室副主任，建议提案组组长，湘潭市经委宣教科科长，湘潭市经信委法规科科长、办公室主任，中小企业办主任，而湖工业集中区党工委副书记、管委会主任，而湖高新区党工委副书记。现任湘潭电化投产集团党委委员、副总经理。
李若瑜	董事	2018-05-31	专科	汉族，1971年出生，大专学历。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。现任步步高商业连锁股份有限公司董事、步步高商业连锁股份有限公司首席战略官、海通齐东（威海）股权投资基金合伙企业（有限合伙）投资决策委员会委员。
王傲延	董事	2024-11-21	本科	汉族，1989年出生，毕业于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TVCEO。现任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。
张路同	董事	2024-11-21	硕士	汉族，1972年出生，经济学学士（会计学），工商管理硕士。1995年7月至2005年4月，任职于摩托罗拉（中国）电子有限公司、西门子与中国信实公司、渣打银行等机构。2005年5月加入德意志银行战略投资部，直至2016年7月，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，现任物美科技集团首席投资官、麦德龙供应链有限公司董事、重庆百货大楼股份有限公司监事、重庆商社商业管理有限公司董事。
赵英明	董事	2024-11-21	博士	汉族，1972年出生，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。现任红蜻蜓集团、爱慕集团独立董事。
刘巨欣	独立董事	2023-07-20	博士	汉族，1964年出生，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。现任步步高商业连锁股份有限公司独立董事，湖南电化投产控股集团有限公司董事，湘潭城乡建设发展集团有限公司董事，湘潭大学商学院教授。
鲍宇辉	独立董事	2024-11-21	博士	独立董事，女，汉族，1967年8月出生，民进会员，法律学士，在职法学博士学历，三级律师。1988年12月参加工作，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，分别为湖南省人民政府行政复议专家库、长沙市检察院企业合规专家库、促进民营经济高质量发展法治智库专家、长沙市企业行政合规专家库、长沙市法学会专家库专家。同时担任湖南省律师房地产业与建筑专业委员会、战略与发展专门委员会委员，长沙市律师协会执行与资产处置专业委员会主任等。
刘文丽	独立董事	2024-11-21	博士	独立董事，汉族，1968年出生，管理学博士。湖南农业大学教授，会计专业硕士学位点负责人，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，桂林理工大学访问学者，信阳农林学院客座教授。
监事会				
王炯	监事会主席、监事	2024-11-21	本科	汉族，1965年2月出生，中共党员，本科学历，1982年12月参加工作，历任湖南洪源机械厂销售处副处长，洪源机械厂进出口公司副总经理，湘潭电化集团销售处副处长、处长，湘潭电化科技股份有限公司经营部长、副总经理，湘潭电化集团党委委员、副总经理兼湘潭电化科技股份有限公司监事会主席。现为湘潭电化投产控股集团顾问。
龙翠晖	监事	2024-11-21	本科	汉族，1974年出生，人力资源管理本科。从事企业人力资源管理20余年。曾任步步高商业连锁股份有限公司超市事业部薪酬福利部长、集团组织发展部长等。现任步步高商业连锁股份有限公司集团人力资源部资本高级经理。
黄啸	监事	2025-01-22	硕士	满族，1986年出生，法学硕士。曾任中万宏源证券承销保荐有限责任公司投行部高级经理，现任建信金融资产投资有限公司特殊资产投资部高级经理。
张苗	职工监事	2025-01-22	本科	女士汉族，1992年出生，本科学历。曾任步步高商业连锁股份有限公司人力资源部彩虹项目组，董事长办公室助理。现任公司总裁办副主任。
高管及其他重要人员				
邓静	总裁、轮值总裁	2024-11-21	本科	汉族，1972年出生，本科学历。曾任公司超市事业部湖北省区经理、云通物流服务有限公司总经理、公司超市事业部四川省区总经理、超市事业部湖南省区总经理。现任公司超市事业部总经理。
刘亚萍	财务总监	2021-08-27	本科	汉族，1968年出生，本科学历。曾任公司财务总监、公司超市事业部采购总监、公司内控总监、公司川渝百货总经理。现任步步高投资集团股份有限公司董事，公司财务总监、高级副总裁。
师茜	董事会秘书	2014-04-18	本科	汉族，1975年出生，本科学历。曾任公司总经理办公室主任、本公司监事、董事办主任、证券事务代表。现任公司董事会秘书。
陈德平	内控总监	2013-08-22	本科	汉族，1968年出生，本科学历。曾任株洲齿轮股份有限公司财务部主管会计、三一重工股份有限公司销售财务科科长、北京三一科技有限公司财务部部长、三集团有限公司财务部部长、上海三一科技有限公司财务总监、三一重工股份有限公司财务总部资金部部长、湖南中发资产管理公司财务总监，现任公司内控总监、内部审计机构负责人。

来源：Wind 国金证券研究所

3）获得胖东来直接帮扶，开启商业模式变革

在经历重整之后，步步高得到了胖东来创始人的直接帮扶，开启了胖东来模式的调改。2024年初，河南胖东来商贸集团董事长于东来率高管团队抵湘，进行实地考察和座谈交流，此后不久开始启动主导步步高超市的调改行动。

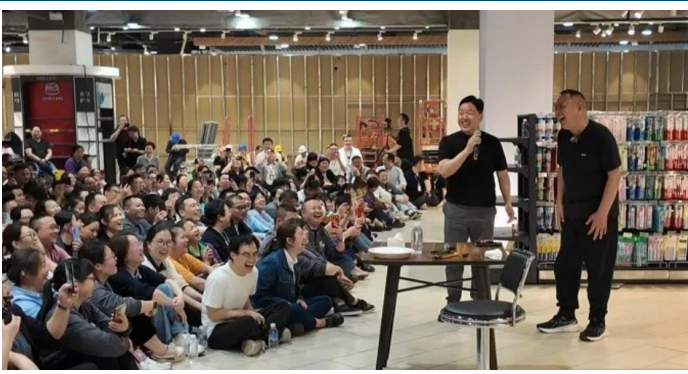
“在做的过程中不要想那么多，一定要养成习惯，我们围绕商品、环境、人文 3 个目标解决问题。把这几个事情解决了，不断优化，就会越来越好。”在座谈会上，于东来回顾了胖东来创业历程和胖东来做事建企的原则，对步步高超市的门店定位、卖场动线、商品分析、员工薪酬、发展方向等提出了调整建议。

图表20：步步高调改工作会议



来源：步步高时间，国金证券研究所

图表21：步步高调改动员大会



来源：步步高时间，国金证券研究所



3.2、步步高超市调改思路

3.2.1、商品端变化

■ 去掉入场费，标品价格下降，选品质量提升

去掉入场费主要从2个方面增强了超市端的竞争优势：首先最直观的是商品价格的下降，由于此前入场费有相当部分演变成了更高的进货价，最终转嫁到了消费者，所以随着入场费的取消，商品的价格回到合理的水平，这本身就大大增强了超市商品价格的竞争力。其次是选品质量的提升，入场费模式下品牌方的支付能力成为了商超选品的核心标准，所以各个品类的商品集中于传统的大品牌的单品，并且还出现热门商品和冷门商品和新品夹杂出售的情况，随着入场费的取消，大量的新产品、电商产品、海外产品走进超市，给消费者提供了更好的商品选择，好的商品具备的客流吸引力，是会慢慢发挥作用的。

图表22：步步高部分调改店的商品端调改效果

地区	门店名称	调改进度	开业时间	调改效果
长沙	梅溪湖店	已调改	2024.4.25	陆续淘汰了12300支单品，占比45.3%，商品结构达到胖东来的90%
长沙	星城天地店	已调改	2024.7.20	调改前15000个SKU；调改后下架10632个单品，重新规划17659个单品，其中新增单品占比58.7%；经过梳理，商品结构已经达到胖东来商品结构的90%以上；
长沙	砂之船奥莱店	已调改	2024.9.28	步步高超市砂之船店下架商品16284支，上新单品数15137支，新增单品占比64.78%，梳理后商品结构达到胖东来商品结构的90%以上
长沙	金星店	已调改	2025.1.1	调整后的商品结构，下架单品数15175个，下架比79.85%，重新规划单品数13917个，新增单品占比68.80%。进口商品及中高端商品比重相较于其他调改门店增加30%。
长沙	丽发新城店	已调改	2025.4.18	下架单品数16164个，下架比78.73%，重新规划单品数12569个，新增单品占比63.91%，梳理后商品结构达到胖东来商品结构的90%以上
湘潭	九华新天地店	已调改	2024.5.22	调改前拥有17000个SKU；调改后下架了70%的原有商品，商品结构将达到胖东来的90%
湘潭	易俗河广场店	已调改	2024.9.21	淘汰老商品14982个，商品淘汰率70%。对标引进了新商品14558个，保留了一线品牌和特色商品，商品结构达到胖东来90%以上。
湘潭	购广超市店（华隆店）	已调改	2024.11.8	共规划了12000多支单品，淘汰了10000多支原有单品，新增了8020支，整体的上新率达到65%左右。
湘潭	金海店	已调改	2024.11.30	调改下架单品数9773个，下架比74.72%，重新规划单品数7347个，新增单品占比64.44%，门店商品结构达到胖东来商品结构的90%以上。
邵阳	邵阳新天地店	已调改	2024.8.24	下架单品数14982个，重新规划单品数14558个，新增单品占比65.5%，梳理后商品结构达到胖东来商品结构的90%以上
郴州	郴州广场店	已调改	2024.11.23	下架单品数达到13042个，下架比例高达74.96%，重新规划了9853个单品，新增单品占比68.84%。经过梳理后的商品结构达到了胖东来商品结构的90%以上。
株洲	株洲天元店	已调改	2024.12.11	下架单品数14197个，下架比75.56%，重新规划单品数8236个，新增单品占比66.91%，梳理后商品结构达到胖东来商品结构的90%以上
衡阳	衡阳广场店	已调改	2024.12.31	下架单品数13127个，重新规划单品数14877个新增单品，梳理后商品结构达到胖东来商品结构的90%以上。
娄底	五江碧桂园店	已调改	2025.1.18	调改后下架单品数16436个，下架比78.72%。重新规划单品9177个，新增单品占比67.28%，梳理后商品结构达到胖东来商品结构的90%以上。
张家界	十字街店	已调改	2025.4.25	下架单品数12343个，下架比77.59%，重新规划单品数12207个，新增单品占比66.74%，梳理后商品结构达到胖东来商品结构的90%以上

来源：步步高时间，国金证券研究所

■ 加工类商品地位的提升和自营化转变，是胖东来模式的重大创新

1) 加工类食品符合中国消费者新鲜产品高频消费的习惯

烘焙和熟食原本就是中国消费者刚性的消费需求，过去往往被街边的夫妻老婆店和面包店所满足。胖东来模式将这一品类的重要性大大提高，在超市内部的经营面积扩大，销售额占比明显提升。由于烘焙熟食的高频消费特点，天然具备比肩传统生鲜蔬菜的获客能力，而且由于外卖平台普遍没有专门的烘焙熟食加工厨房，因此可以帮助商超抵御外卖的冲击。



此外对于目前在中国处于快速扩张的山姆、Costco 仓储量贩模式，仓储量贩的商业模式决定了其只能在相对偏远地区设立大型仓库，满足一周一次的集中式采购需求，这就和中国居民每日高频的生鲜熟食采购需求形成了冲突，而胖东来模式的加工类食品恰好把握了这一极具中国特色的消费者习惯。

2) 加工类食品搭配自有工厂，不仅保证产品的质量水平，而且具备更高盈利能力

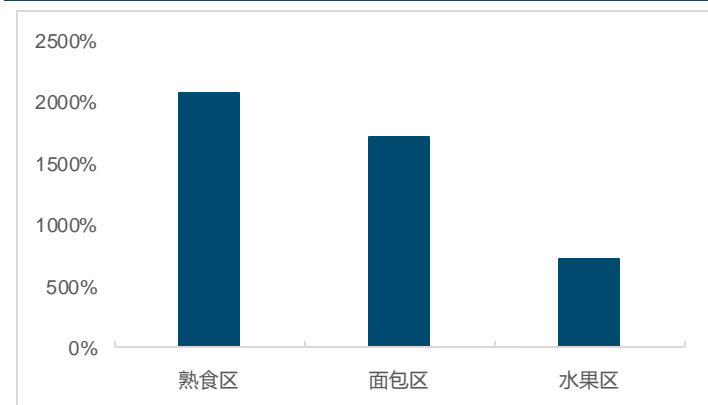
传统的商超模式下加工类食品往往采用联营模式，将经营区域出租，最终导致加工食品的质量偏低、动销较差，而胖东来模式之下，通过建立自有中央厨房对加工食品实现完全自营，质量对标成熟的烘焙店和连锁熟食品牌，中央厨房级别的生产模式将加工食品的质量明显提高，从而吸引到了粘性高的高频消费需求。并且该品类的毛利率水平较高，进一步推高了商超整体的盈利水平。

3) 配合日清制度，加工类食品可以实现对夫妻老婆店和小烘焙店的降维打击

日清制度是匹配加工食品的一个特殊制度，通过价格的动态调整，最终保证了食品的高新鲜度。市场上对于胖东来模式有一个误解，认为其售卖的商品价格高，并不适合大部分的中国消费者，这种误解可能来源于日清制度下的产品价格的变化。由于大部分投资者更习惯于白天去商超进行调研，此时会发现无论是熟食，还是烘焙，还是果切的价格都相对较高，但实际上果切实行着“4 小时 8 折、6 小时 6 折、8 小时下架”的制度，熟食烘焙品类在晚上会经历从 8 折到 5 折的折扣变化。所以超市的核心黄金时间是在晚上下班之后的几个小时，大量的加工食品迎来了折扣时间，最终以合理的价格实现了当日的出清，而且都是当天生产的最新鲜产品。

商超对加工食品的拓展可以实现对夫妻老婆店和小烘焙店的降维打击，根本原因在于完全不在一个级别的客流量水平。建造一个标准的面包店或者熟食店所需的人工其实和超市内烘焙熟食区的人工数量差别不大，但由于超市每日的客流量超过前者几个级别，这就导致了人效的天差地别，如果再考虑到品牌超市在租金方面获得的租金折让、中央厨房和规模化带来的成本节约，超市的加工食品经营效率和规模均远远超过街边的熟食店和面包店。超市最终得以在一个更低价格水平，提供更高新鲜度的加工食品，并且获得更好的盈利水平。

图表23：2025 年步步高部分调改店品类销售额同比增长情况(%)



来源：步步高时间，国金证券研究所

图表24：步步高加工类商品全面改善



来源：步步高时间，国金证券研究所

■ 推出自有商品，推动更具竞争力的定价，侵蚀标品的份额

本质上零售商自有商品的发展是推动货盘价格更具竞争力的核心手段。零售商的自有商品毛利率水平普遍低于品牌商商品，这就直接导致在同样质量和设计水平的前提下，零售商的自有商品可以轻而易举拿到更低的价格，获得明显的价格优势，在大量的产品差异化程度较少的细分品类，零售商的自有商品有望一步步侵蚀标品的份额。

目前步步高的自有商品处于起步阶段，随着更多自有商品的孕育，有望带来商品价格吸引力的继续提升，进一步加强商超的获客能力。



图表25：步步高自有品牌洗衣液



来源：步步高时间，国金证券研究所

图表26：步步高自有品牌椰子水



来源：步步高时间，国金证券研究所

3.2.2、人的变化

(1) 客群：商品变化瞄准年轻群体需求，核心客群年轻化推动客单价提升

客群置换是步步高调改关键，也是导致不同门店调改后客流表现差异的主要原因之一。过去步步高超市的客群年龄相对较高，收入水平和消费意愿更低，对于新品牌/自有品牌的接受度较低，客单价也相对较低。目前步步高优先调改的门店，及调改后表现更好的门店大多位于当地年轻&较高收入社区附近，年轻一代人逐渐“从忠于品牌的时代向产品价值时代转换”，不再迷信大牌而是关注产品本身是目标客群的特点，而增加高质量的烘焙熟食，增加网红商品+进口商品+小而美的品牌商品，商品端的变化是吸引年轻客流的关键，也最终推动了客单价的提升。

图表27：调改后年轻客流明显增加



来源：步步高时间，国金证券研究所

(2) 员工：员工数量增加、待遇提升

门店员工的新旧更替，是提升服务能力和人效的第一步，长期有效的业绩激励，才能促成优质服务的有效循环。永辉调改后的门店整体人数均实现翻倍，主要由两大诉求导致，第一是加工食品（包括烘焙、熟食）的重视度提升，带来了更多的员工需求，第二是服务质量提升的需求，原本受困于经营压力，门店员工数量已达到过渡缩减状态。员工人数翻倍之外，整体工资涨幅较高，并且加入门店利润分成的激励。在门店业绩不断向好的方向上，这样的机制可以实现正向循环，更高的收入和利润进一步保障了更好的服务。

越往下线城市，员工收入提升激励程度越高，服务差异化优势或越明显，但不宜过度夸大服务在精选型零售中的影响。以2022年胖东来超市员工工资为例，处长及以下员工工资均低于1万元，这样的工资水平在一线城市的吸引力低于下线城市，这也导致一线员工年轻化比例低于下线城市，对服务效率产生一定影响。但是越往下线城市，激励程度越明显，因为大零售行业的员工工资平均水平并不高，一旦实现正向循环，精选型零售企业可以在



大部分下线城市招到行业最优质的员工。但我们认为精选型零售的核心仍旧是产品，不宜过于放大或神化服务的影响力，服务可以成为优质产品的补充剂，而优质服务的形成相当程度依赖于制度的建设。

图表28：胖东来员工工资

图表29：胖东来岗位服务标准摘录

管理层工资组成及占比				
级别	级别工资	工资组成标准		
		基础工资	文化理念考评奖励	素养能力考评奖励
店长	50000	20000	20000	10000
店助 +	40000	15000	15000	10000
店助	35000	12500	12500	10000
处长 +	30000	10000	10000	10000
处长	25000	10000	7500	7500
处助	18000	8000	5000	5000
课长	12000	7000	2500	2500
课助	10000	6000	2000	2000
班长	7000	5000	1000	1000

来源：胖东来官网，国金证券研究所

许昌市胖东来超市部 各岗位工作状态服务标准		制定部门：超市部	制定日期：2023年2月
果蔬深加工区域服务标准			
序号	内容		
1	为顾客服务时主动、热情、态度随和、语调亲切、精神饱满、顾客到来时应面带微笑、主动问好或点头示意		
2	服务时做到进一退二退三，主动告知顾客加工商品需要的时间，分切后对商品按标准进行重新封装		
3	为顾客加工果汁前，需将商品清洗干淨		
4	加工商品前询问顾客切块或切片，对需要加工的商品是否有特殊需求		
5	为顾客使用对应的包装袋，最大限度方便顾客		
6	商品加工后为顾客配备一次性叉子和手套等		
7	在卖场内看到不文明或不安全行为要礼貌劝阻，并告知正确行为，帮助其共同进步		
8	顾客有需求时，员工及时放下手中的工作上前接待顾客，超出自身权限时，及时上报主管，待主管为顾客指引		
9	商品缺货时，主动询问顾客是否做缺货登记，如顾客同意，做缺货登记后需在24小时内回复		
10	根据顾客购买商品，主动提示顾客，可到取冰处取冰袋，加水保鲜		
11	为买药的儿童及低血糖的顾客主动提供糖果		
12	主动告知顾客最佳食用方法，未食用完的需冷藏保存		
13	在为顾客服务的过程中需要长时间工作时：		
14	1、为正在等待的顾客完成服务 2、迅速招呼其他员工替岗 3、待替岗人员到岗后，向等待服务的顾客礼貌致歉，征得顾客同意后由替岗人员为顾客继续服务		

来源：胖东来官网，国金证券研究所

3.2.3、卖场的变化

合理的卖场设计能够显著提高消费者的消费体验，步步高主要在以下几个方面对卖场设计进行了调整：①取消强制动线，提高卖场通透性；②按类别分层陈列商品，提高商品查找效率；③增加便民服务，关注多客群需求。

图表30：步步高调改店的卖场设计变化情况

调改类别	具体举措	调改效果
动线设计	取消强制动线	卖场通透性提升，顾客流动效率提高
通道设计	加宽通道，明确主副通道，禁止货物堆放	减少拥堵，购物体验更舒适
商品陈列	按品类/价格/颜色分层陈列（全品类）	商品查找效率提升，顾客停留时间缩短
生鲜运营	增加试吃活动	转化为高购买率
硬件更新	新增生鲜，散称杂粮、卖场端架等设备设施	整体硬件更新率45%
便民服务	新增药品/老花镜/爱心糖果/现场加热/免费冰袋/宠物寄存/充电等服务	差异化服务吸引社区客群，家庭客流量增长

来源：步步高时间，国金证券研究所

四、步步高如何阻挡后来者的冲击？

目前全国学习胖改的超市数量越来越多，市场投资者担心步步高调改的先发优势被后来者超越，尤其是在看似经营门槛较低的零售业。对于该问题，我们认为首先应当承认零售业本身充分竞争的属性，但也应当正视在一个区域占领明显市场优势的区域零售龙头，在当地具备的稳定竞争优势，总结下来我们认为步步高具备几个明显的差异化优势，将阻挡后来者发起的对其业务的冲击。

4.1、特殊的超市+百货双轮驱动模式，带来更低租金成本&更强获客能力

步步高目前旗下的超市大多位于自有物业，自有物业的超市占比接近70%。相对于普通超市，自有百货旗下的超市天然具备2大特点：

1) 百货同超市互相引流，共同提高获客能力

由于百货的品类和超市的品类存在差异和互补，超市可以与餐饮、影院、休闲娱乐和潮流服饰等业态共享客流，百货商场旗下的超市往往相比社区店超市拥有更高更稳定的客流量，而超市的存在又可以进一步加强百货商场的客流量，两者相互赋能，可以形成明显的正向循环。

2) 超市长期的低租金成本

位于自有物业中的超市，从整个集团角度来看，本质上具备免租的实际条件，而且规避了未来长期的潜在租金波动风险，长期来看超市的盈利能力高于其他非自有物业超市。


图表31：步步高旗下超市位置及物业形式

门店名称	地址	物业形式
梅溪湖店	湖南省长沙市岳麓区枫林三路 1099 号	自有
星城天地店	湖南省长沙市雨花区湘府东路 398 号	自有
砂之船奥特莱斯	湖南省长沙市望城区金星北路三段 378 号砂之船奥特莱斯	租赁
金星店	湖南省长沙市岳麓区银盆岭街道金星中路 428 号步步高广场(长沙店)B1	自有
洋湖荟聚店	湖南省长沙市岳麓区洋湖路 253 号(潭州大道与景园路交叉口东北侧)	租赁
丽发新城店	湖南省长沙市万家丽南路 989 号丽发国际广场 B1 层	租赁
九华新天地店	湖南省湘潭市雨湖区北二环与莲城大道交叉口东南角九华步步高新天地购物中心	自有
易俗河广场店	湖南省湘潭市凤凰中路与银杏路交汇处	自有
购广超市店(华隆店)	湖南省湘潭市岳塘区建设南路 102 号	自有
金海店	湖南省湘潭市雨湖区立竹路 2 号金海大厦一楼	自有
邵阳新天地店	湖南省邵阳市双清区邵阳大道与建设南路交汇处西北侧	自有
邵阳南站	湖南省邵阳市火车站建材城双拥路金豪华府步步高超市 1 楼	租赁
金鹤店	湖南省岳阳市岳阳楼区金鹤路步步高商业广场	自有
岳阳新天地店	湖南省岳阳市岳阳楼区东茅岭路 1 号步步高岳阳新天地二楼	自有
华容新天地店	湖南省岳阳市华容县西正街与荷花西路交叉口西北 80 米	自有
郴州广场店	湖南省郴州市北湖区国庆北路 12 号	自有
永兴店	湖南省郴州市永兴县大桥路时代广场二楼	租赁
株洲天元店	湖南省株洲市天元区黄河北路株洲润鲨奥特莱斯购物中心 B1	租赁
衡阳广场店	湖南省衡阳市蒸湘区解放大道 21 号	自有
娄底五江碧桂园店	湖南省娄底市娄星区扶青南路与早元街交汇处碧桂园城市广场负 2 层(市政府西侧)	租赁
十字街店	湖南省张家界市永定区回龙路 30 号	自有
怀化店	湖南省怀化市鹤城区迎凤西路 219 号	租赁
永州舜德店	湖南省永州市冷水滩区零陵北路 1 号	租赁

来源：步步高官网，国金证券研究所

4.2、上市公司融资优势，支撑胖东来模式的运转

胖东来模式不同于其他普通超市，其模式实际上对于资金的需求量更高，具体体现在以下几个方面：

1) 去入场费带来的更短账期

为了实现去入场费，从专卖大牌商品转为拥有完全的商品自主选择权，超市往往需要提供更好的账期条件。传统零售模式下，供应商需承担高昂的入场费、条码费等通道费用，这些成本最终会转嫁到商品售价上，削弱零售端的价格优势。取消这些费用后，供应商的显性成本降低，但若账期仍较长，供应商仍需承担资金占用的隐性成本。缩短账期能显著缓解供应商的资金压力，使其更愿意接受“裸价直采”，从而让商品采购价真正接近厂家的底价。

2) 员工更高的工资水平+更好的超市硬件

胖改的第一步就是提工资和加人工，步步高旗下调改店的员工数量普遍翻倍，且工资上涨 30% 以上，这一措施在短期大大消耗了企业的现金准备。此外由于胖东来模式为打造品质印象，其卖场设计和硬件配置水平较高，也进一步增加了对资金的需求量。

3) 加工食品的中央厨房建设

胖东来模式商超中最重要的品类就是加工食品，背后依赖的是企业高水平中央厨房的建设，中央厨房如若无法及时建成或者建设质量偏低，将直接导致加工食品自有化比例和质量水平，进一步直接影响商超的获客能力和整体的盈利能力。而建设中央厨房带来的对资金的需求，也是一道潜在的门槛。

总结来看，胖东来模式并不是一个容易学习的模式，尤其对于某些区域性的小规模超市来说，资金的门槛阻挡了这些竞争对手的学习和模仿，此外由于缺乏胖东来的指导，大资金投入带来的也是显而易见的高风险，这也解释了为何目前全国各地真正高水平学习胖东来



的超市少之又少，大多处于表面模仿和部分学习的状态。而步步高作为上市的区域性零售公司，天然具备更强的融资能力，叠加胖东来的直接帮扶，使其在区域内的竞争优势十分显著。

4.3、规模优势在标品/自有商品/加工食品端的赋能

1) 规模优势赋能标品——裸价采购+规模优势=更低的进货价

精选型零售中标品的战略核心就是要足够便宜，标品价格不高于其他商超，最好做到区域最低。裸价采购是实现价格优势的第一步，买断制模式天然可以提供低于“入场费模式”的销售价格。而规模优势是第二步，同样规格的商品，一个区域内销售量更高的商超可以拿到更低的进货价，这是行业的竞争法则。作为湖南当地的零售龙头，步步高在当地的采购优势十分明显，这最终将体现在标品上的价格差异。

2) 规模优势赋能自有品牌——代工厂更优质+成本价更低

精选型零售中非标品的战略核心是“只有我有+质价比高”。市场上代工厂之间的质量差异明显，尤其对于精选型零售商来说，最优质的代工厂才是最好的合作伙伴，相比湖南当地其他商超，步步高相对的规模优势可以带来更多的选择权，有利于在调改的初始阶段就能建立起和优质供应商的合作，继而实现正向循环。而规模优势在代工端的价格方面依然拥有明显的议价权，即使有竞争对手和同样的代工厂合作，规模优势也可以保证步步高自有品牌更低的成本价。

3) 区域规模优势赋能加工食品

加工食品的区域规模优势被市场所低估，尤其是对于区域性的零售商，该优势将非常明显。由于加工食品（烘焙熟食）均是配送频率非常高的品类，因此从中央厨房到超市的配送物流成本占比不低，在一个区域内超市数量越多，单次配送的量越大，物流成本占比将越低，这是沃尔玛、古茗都实践过的行业规律。从这个角度来讲，在单一区域经营足够多的超市，对于加工食品为代表的鲜食来说，将带来明显的区域规模优势。随着步步高在湖南地区的门店加密，其最重要的品类加工食品在成本端的优势将更加明显。

4.4、区域消费习惯的统一性降低扩张难度，提高经营质量

根据日本的经验，超市的经营精细化程度将愈演愈烈，目前我国还处在超市变革的初期，依靠基本的变革就可以实现对传统超市的颠覆，但随着行业竞争度的进一步提升，根据各地特点进一步精细化超市运营将是必然趋势。

从这个角度来说，步步高作为湖南省区域零售龙头，具备的天然特点是本地消费习惯的统一性，这将大大降低超市扩张的难度。以重要性很高的熟食为代表，目前相当熟食还是由胖东来工厂直接供应，步步高对于湖南本地的特色化开发还在进行，等到本地化特色食品开发成熟和中央厨房建设完毕，步步高基本可以依靠同一个货盘在湖南全域实现迅速扩张，同时后期只需要着眼于同一个货盘进行精细化打磨，更容易达到更高的商品和服务质量。

4.5、展望未来步步高的成长路径

1) 超市门店模型的进一步优化

门店模型的优化将推动门店营收和利润持续提升。精选型零售的门店盈利天花板很高，盈利改善主要来自于三大方向：①随着选品能力的提升，商品的不断更替，好产品比例越高，对消费者的吸引力越强，门店客流量和周转率将越高。目前门店还处在调改完初期，商品质量和选品能力还有较大提升空间。②供应链持续优化，采购价格下降，自有商品占比提升。随着采购体系的优化，有望进一步降低标品采购成本，提升采购效率。自有商品占比的提升将直接推动毛利率的上升，但这依赖于供应链的高质量合作，中国高度发达的制造业大大降低了自有品牌商品的生产门槛，但也需要选品经验和研发经验的积累和成熟。③人员的适当优化也为单店盈利提升提供了空间，必要的人员数量支持和较高的待遇水平是保证精选型零售服务质量的基础，但相较调改初期的人员配置，未来单个门店的人员配置相较目前阶段仍有部分优化空间。

2) 百货业态开启调改

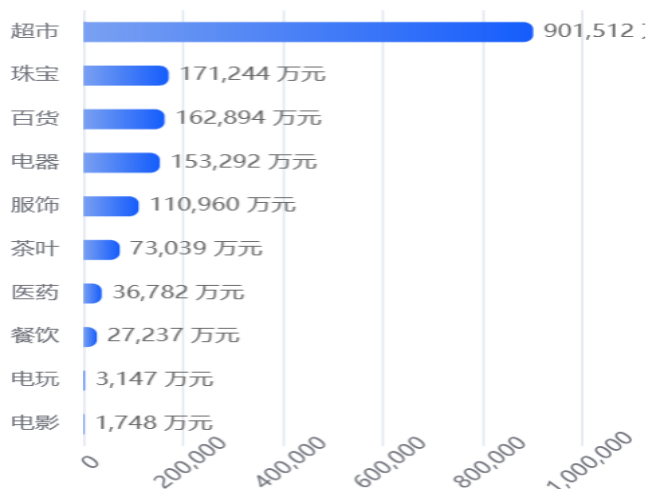
百货业态是步步高具备独特性的未来成长空间。百货行业目前也处于明显的同质化程度高，优质业态供给不足的情况，未来优质的百货公司仍旧有成长空间。未来步步高的百货调改预计有2大成长方向：第一是拓品类经营，参考胖东来，拓品类经营的空间是最大的方向。胖东来百货业态内有自营的药店、茶叶、珠宝、餐饮及电影院业务，胖东来珠宝业务收入达到超市业务的18%，百货业务达到超市业务的17%，电器业务达到超市业务的16%，茶叶业务达到超市业务的7%。第二是品牌内部的更新和升级，包括引入更热销的餐饮、



服装、娱乐等品牌。

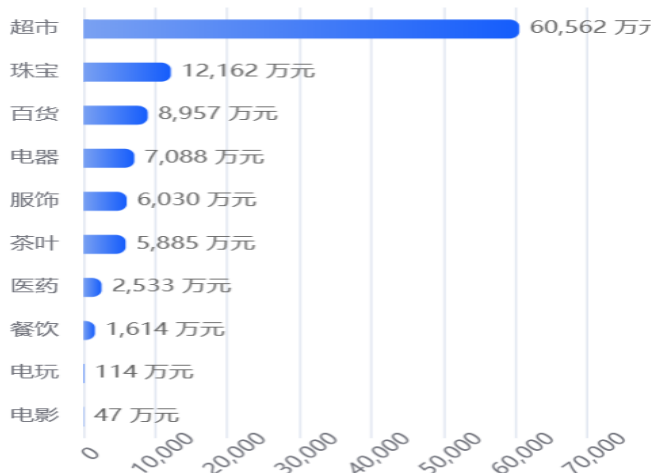
图表32：胖东来旗下业态截止 20250920 销售收入

本年各业态销售（单位：万元）



图表33：胖东来旗下业态 9 月前 20 日销售收入

本月各业态销售（单位：万元）



来源：胖东来官网，国金证券研究所

来源：胖东来官网，国金证券研究所

3) 湖南本地的区域扩张

综合来看，本地的扩张是支撑步步高未来长期价值增长的最关键来源。由于步步高现有门店数量较少，无论是自有中央厨房的建设，还是商品侧的梳理，以及人员的培训，均可以在相对更短的时间内完成，这也是步步高超市的调改质量和效果相对好于行业内其他公司的重要原因，因此现有门店的盈利提升将在相对更短的时间内实现，未来本地化的门店扩张，将成为步步高价值增长的核心关键。

五、盈利预测

■ 分业务盈利预测：

1) 超市业务核心地位强化，营收占比进一步提升：预计 2025-2027 年超市业务收入分别达到 42.48 亿元、59.70 亿元、69.84 亿元，分别占总营收比重为 82%、85.9%、86.9%。超市毛利率由于规模效应逐步体现，迎来稳定提升，预计 2025-2027 年超市业务毛利率分别达到 21.3%、22.3%、23.7%。2025H1 超市业务收入为 13.70 亿元，预计 2025H2 超市业务收入为 28.78 亿元，主要原因为上半年存在关店的部分影响；准备调改店的停业期影响，下半年随着新的调改店开业，单季度贡献收入的调改店数量逐步增加，因此下半年超市收入将得到进一步释放。

2) 百货业务调改处于初期，预计营收增长将逐步恢复。2025H1 百货业务收入同比下滑 14%，预计，预计 2025-2027 年百货业务收入分别达到 2.34 亿元、2.46 亿元、2.63 亿元，分别同比变动-13%/+5%/+7%，2025H1 百货毛利率为 60%，预计未来几年毛利率保持稳定。

3) 由于超市业务恢复增长，百货业务降幅减缓，预计物流及广告业务迎来增长，2025H1 物流及广告业务同比增长 21%，预计 2025-2027 年物流及广告业务分别达到 1.00 亿元、1.18 亿元、1.37 亿元，分别同比变动+18%/+17%/+16%，毛利率保持稳定。

4) 其他业务主要是租金收入和促销服务费，在超市调改去入场费影响下短期将有所减少，2025H1 其他业务收入同比下降 63%，预计 2025-2027 年其他业务收入分别达到 6.00 亿元、6.20 亿元、6.50 亿元，分别同比变动-51.8%/+3.33%/+4.84%，毛利率保持稳定。

■ 费用率预测：

1) 管理费用率预计接下来几年将有小幅降低，主因调改带来的超市业务收入和百货业务收入的增长，摊薄管理费用率，由于 2025H2 开业的调改店增多，且上半年存在关店带来的费用影响，因此 2025H2 开始费用率将进一步降低，未来几年预计 2025-2027 年管理费用率分别为 2%、1.80%、1.75%。

2) 销售费用率预计从 2025 年开始将持续降低，由于 2025H2 开业的调改店增多，且上半年存在关店带来的费用影响，因此 2025H2 开始费用率将进一步降低，未来 2026-2027 年



调改店进一步优化下门店收入将迎来增加，导致销售费用率相对下降，预计 2025-2027 年销售费用率分别为 15.50%、15.00%、14.80%。

3) 研发费用率整体占比较小，预计随着超市和百货调改带来的收入增长，研发费用率将小幅下降，预计 2025-2027 年研发费用率分别为 0.2%、0.18%、0.15%。

■ 投资收益：

步步高 2025 年上半年存在 1.77 亿的投资收益，其中 1.73 亿为债务重组收益，为公司的特殊事项导致的收益，由于未来期间的债务重组收益存在不确定性，因此未来期间我们对于投资收益的预测值均为 0。剔除投资收益等非经常损益后，2025-2027 年公司净利润增幅分别达到大幅扭亏/+52%/+50%。

图表34：步步高核心业务盈利预测总览

	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入（百万元）	13,360.51	8,744.85	3,101.14	3,438.19	5,182.85	6,953.15	8,034.04
yoy	-15.09%	-34.55%	-64.54%	10.87%	50.74%	34.16%	15.55%
成本（百万元）	8,814.85	6,623.26	1,752.97	2,168.28	3,722.04	5,043.33	5,767.26
毛利（百万元）	4,545.66	2,121.59	1,348.17	1,269.91	1,460.81	1,909.82	2,266.78
毛利率（%）	34.0%	24.3%	43.5%	36.9%	28.2%	27.5%	28.2%
分业态拆分							
超市收入占比	75.0%	71.8%	38.7%	53.5%	82.0%	85.9%	86.9%
百货收入占比	4.4%	4.5%	10.5%	7.8%	4.5%	3.5%	3.3%
批发业务占比	0.5%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
物流及广告业务占比	1.6%	2.1%	4.1%	2.5%	1.9%	1.7%	1.7%
其他业务占比	18.5%	21.5%	46.7%	36.2%	11.6%	8.9%	8.1%
1) 超市							
收入（百万元）	10,015.54	6,276.78	1,200.84	1,839.08	4,248.05	5,969.52	6,984.34
yoy	-20.54%	-37.33%	-80.87%	53.15%	130.99%	40.52%	17.00%
成本（百万元）	8,183.11	5,795.01	1,034.72	1,584.16	3,343.22	4,638.32	5,329.05
毛利（百万元）	1,832.43	481.76	166.12	254.92	904.83	1,331.20	1,655.29
毛利率（%）	18.30%	7.68%	13.83%	13.86%	21.30%	22.30%	23.70%
2) 百货							
收入（百万元）	592.67	393.90	325.01	268.98	234.01	245.71	262.91
yoy	-0.03%	-33.54%	-17.49%	-17.24%	-13.00%	5.00%	7.00%
成本（百万元）	147.82	135.33	102.06	100.20	93.61	98.29	105.17
毛利（百万元）	444.85	258.57	222.95	168.78	140.41	147.43	157.75
毛利率（%）	75.06%	65.64%	68.60%	62.75%	60.00%	60.00%	60.00%
3) 批发							
收入（百万元）	72.51	7.78	0.70	0	0	0	0
yoy	29.97%	-89.27%	-91.00%	-100.00%	0.00%	0.00%	0.00%
成本（百万元）	67.50	7.13	0.67	0	0	0	0
毛利（百万元）	5.01	0.65	0.03	0	0	0	0
毛利率（%）	6.91%	8.35%	4.29%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
4) 物流及广告							
收入（百万元）	213.33	184.71	125.77	85.41	100.78	117.92	136.78
yoy	-2.67%	-13.42%	-31.91%	-32.09%	18.00%	17.00%	16.00%
成本（百万元）	186.95	162.31	125.79	74.43	87.83	102.76	119.20
毛利（百万元）	26.37	22.40	-0.02	10.98	12.96	15.16	17.58
毛利率（%）	12.36%	12.13%	-0.02%	12.86%	12.86%	12.86%	12.86%
5) 其他业务							
收入（百万元）	2,466.46	1,881.68	1,448.82	1,244.72	600.00	620.00	650.00
yoy	9.00%	-23.71%	-23.00%	-14.09%	-51.80%	3.33%	4.84%
成本（百万元）	229.46	523.47	489.73	409.49	197.39	203.97	213.84
毛利（百万元）	2,237.00	1,358.20	959.10	835.23	402.61	416.03	436.16
毛利率（%）	90.70%	72.18%	66.20%	67.10%	67.10%	67.10%	67.10%

来源：步步高年报，国金证券研究所

■ 可比企业估值

我们预计公司 2025-2027 年实现营业收入 51.83/69.53/80.34 亿元，分别同比增长 +50.7%/+34.2%/+15.5%，实现归母净利润 3.64/3.37/5.05 亿元，分别同比变动 -70.00%/-7.4%/+50.12%，对应 PE42.08X/45.44X/30.27X，可比公司包括永辉超市、家家悦、汇嘉时代、新华百货等，均是处于调改期的零售公司。我们认为步步高调改质量在可比公司中相对较高，且百货调改仍处在初期未来可能放量，未来也有湖南本地门店扩张空间，以 2027 年预测归母净利润为基础，给予 33 倍估值，目标市值 166.77 亿元，目标价为 6.20 元，首次覆盖给予“增持”评级。


图表35：可比企业相对估值表

代码	公司	市值（亿）	归母净利润（亿）					PE	
			2024A	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
603708.SH	家家悦	66.13	1.32	1.86	2.27	2.57	35.60	29.19	25.70
601933.SH	永辉超市	431.06	-14.65	-4.26	12.91	18.05	-101.19	33.39	23.88
603101.SH	汇嘉时代	48.92	0.58	1.11	1.86	2.62	44.12	26.31	18.68
600785.SH	新华百货	29.63	1.35	1.39	1.44	1.48	21.31	20.57	20.02
平均值							33.68	27.37	22.07
002251.SZ	步步高	152.99	12.12	3.64	3.37	5.05	42.08	45.44	30.27

来源：Ifind，国金证券研究所（基准日为 2025.09.29，永辉超市盈利预测采用最近一次本研究团队外发报告数据，其他可比公司盈利预测采用市场一致预期数据）

六、风险提示

- 1) 行业竞争加剧风险：线下其他调改商超和线上即时零售竞争对手的加入，可能加剧行业的竞争
- 2) 调改门店客流量下滑风险：调改门店前期受益于胖东来网红效应，后期随着网红效应减弱，可能对单店客流量产生影响
- 3) 各地区消费习惯差异带来的风险：胖东来建立在熟食+烘焙基础上的商超模式，需要匹配各地的饮食习惯，由于湖南同河南的饮食习惯的不同，可能对调改店的表现产生影响



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	8,745	3,101	3,438	5,183	6,953	8,034
增长率		-64.5%	10.9%	50.7%	34.2%	15.5%
主营业务成本	-6,623	-1,753	-2,168	-3,722	-5,043	-5,767
%销售收入	75.7%	56.5%	63.1%	71.8%	72.5%	71.8%
毛利	2,122	1,348	1,270	1,461	1,910	2,267
%销售收入	24.3%	43.5%	36.9%	28.2%	27.5%	28.2%
营业税金及附加	-121	-117	-108	-122	-163	-189
%销售收入	1.4%	3.8%	3.2%	2.4%	2.4%	2.4%
销售费用	-2,870	-1,460	-1,176	-803	-1,043	-1,189
%销售收入	32.8%	47.1%	34.2%	15.5%	15.0%	14.8%
管理费用	-322	-234	-205	-104	-125	-141
%销售收入	3.7%	7.5%	6.0%	2.0%	1.8%	1.8%
研发费用	-24	-23	-23	-10	-13	-12
%销售收入	0.3%	0.7%	0.7%	0.2%	0.2%	0.2%
息税前利润 (EBIT)	-1,215	-486	-242	422	566	736
%销售收入	n.a	n.a	n.a	8.1%	8.1%	9.2%
财务费用	-591	-515	-201	-196	-190	-173
%销售收入	6.8%	16.6%	5.8%	3.8%	2.7%	2.2%
资产减值损失	-341	-469	-451	0	0	0
公允价值变动收益	-58	-502	-521	0	0	0
投资收益	10	158	2,902	180	0	0
%税前利润	-0.4%	-8.5%	212.2%	44.4%	0.0%	0.0%
营业利润	-1,704	-1,535	1,603	405	375	564
营业利润率	n.a	n.a	46.6%	7.8%	5.4%	7.0%
营业外收支	-589	-326	-235	0	0	0
税前利润	-2,292	-1,861	1,368	405	375	564
利润率	n.a	n.a	39.8%	7.8%	5.4%	7.0%
所得税	-227	-22	-141	-42	-39	-58
所得税率	n.a	n.a	10.3%	10.3%	10.3%	10.3%
净利润	-2,520	-1,882	1,227	364	337	505
少数股东损益	24	6	15	0	0	0
归属于母公司的净利润	-2,544	-1,889	1,212	364	337	505
净利率	n.a	n.a	35.2%	7.0%	4.8%	6.3%

现金流量表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	-2,520	-1,882	1,227	364	337	505
少数股东损益	24	6	15	0	0	0
非现金支出	1,398	1,207	1,035	386	442	511
非经营收益	795	653	-2,027	48	107	92
营运资金变动	664	-1,330	-444	-750	945	587
经营活动现金净流	337	-1,352	-209	48	1,830	1,695
资本开支	-1,253	-409	-315	-259	-580	-570
投资	28	209	3	13	0	0
其他	331	398	-1	180	0	0
投资活动现金净流	-894	198	-314	-66	-580	-570
股权募资	0	0	2,500	0	0	0
债权募资	1,705	1,633	-36	607	-711	-402
其他	-1,659	-107	-1,438	-357	-342	-394
筹资活动现金净流	46	1,526	1,026	249	-1,053	-796
现金净流量	-510	372	503	232	197	329

资产负债表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	846	850	1,030	1,110	1,201	1,456
应收款项	316	196	127	227	286	308
存货	312	463	325	408	525	569
其他流动资产	1,138	564	488	591	652	682
流动资产	2,611	2,073	1,970	2,336	2,664	3,015
%总资产	9.4%	8.6%	8.9%	10.5%	11.7%	13.0%
长期投资	15,097	14,356	13,746	13,732	13,732	13,732
固定资产	3,922	3,846	3,593	3,837	4,024	4,141
%总资产	14.1%	15.9%	16.2%	17.2%	17.6%	17.8%
无形资产	3,390	2,500	2,028	2,010	1,982	1,944
非流动资产	25,295	22,070	20,159	20,007	20,145	20,204
%总资产	90.6%	91.4%	91.1%	89.5%	88.3%	87.0%
资产总计	27,906	24,143	22,129	22,343	22,809	23,219
短期借款	7,192	6,493	183	893	292	0
应付款项	7,518	7,099	3,046	2,271	3,075	3,516
其他流动负债	1,542	1,134	823	1,142	1,520	1,762
流动负债	16,252	14,726	4,052	4,307	4,887	5,278
长期贷款	3,134	3,774	6,311	6,211	6,111	6,011
其他长期负债	3,334	2,446	3,548	3,389	3,173	2,989
负债	22,720	20,946	13,911	13,907	14,171	14,278
普通股股东权益	4,822	2,862	7,869	8,087	8,289	8,593
其中：股本	864	864	2,689	2,689	2,689	2,689
未分配利润	-2,457	-4,336	-3,124	-2,906	-2,704	-2,401
少数股东权益	364	335	349	349	349	349
负债股东权益合计	27,906	24,143	22,129	22,343	22,809	23,219

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	-2.944	-2.186	0.451	0.135	0.125	0.188
每股净资产	5.582	3.313	2.927	3.008	3.083	3.196
每股经营现金净流	0.390	-1.565	-0.078	0.018	0.681	0.631
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.054	0.050	0.075
回报率						
净资产收益率	-52.75%	-65.99%	15.40%	4.50%	4.06%	5.88%
总资产收益率	-9.12%	-7.82%	5.48%	1.63%	1.48%	2.18%
投入资本收益率	-8.17%	-3.47%	-1.40%	2.31%	3.22%	4.25%
增长率						
主营业务收入增长率	-34.55%	-64.54%	10.87%	50.74%	34.16%	15.55%
EBIT 增长率	N/A	-59.99%	-50.25%	-274.40%	34.18%	30.14%
净利润增长率	#####	-25.75%	#####	-70.00%	-7.40%	50.12%
总资产增长率	-13.72%	-13.48%	-8.34%	0.97%	2.09%	1.80%
资产管理能力						
应收账款周转天数	9.4	16.1	8.8	8.0	7.5	7.0
存货周转天数	52.0	80.6	66.3	40.0	38.0	36.0
应付账款周转天数	185.6	594.3	279.0	200.0	200.0	200.0
固定资产周转天数	123.5	298.8	249.7	176.7	152.8	147.2
偿债能力						
净负债/股东权益	182.80%	294.61%	66.48%	71.05%	60.22%	50.94%
EBIT 利息保障倍数	-2.1			2.1	3.0	4.3
资产负债率	81.42%	86.76%	62.86%	62.24%	62.13%	61.49%

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	1	2	2	10
增持	0	0	1	1	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.33	1.33	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海
电话：021-80234211
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号
紫竹国际大厦 5 楼

北京
电话：010-85950438
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100005
地址：北京市东城区建国内大街 26 号
新闻大厦 8 层南侧

深圳
电话：0755-86695353
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心
18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究