



步步高 (002251.SZ)

维持 (增持评级)

公司点评
证券研究报告

改革稳步进行，业绩逐渐释放

业绩简评

10 月 27 日，步步高发布三季报，25Q3 营收 10.65 亿元，同比+30.74%，归母净利润 0.25 亿元，同比-98.81%，扣非归母净利润 -0.49 亿元，同比+82.61%。

经营分析

收入同比增长，主要受多项改革和调整措施影响。公司通过重整、门店优化、商品管理、供应链效率提升等多方面的努力，门店运营得到了显著改善，特别是超市销售额实现大幅增长。

归母净利润同比去年同期下降，主要系去年同期存在大额的重整收益。上年同期根据重整计划完成相关事项确认了大额重整收益，24 年 Q3 投资收益金额为 24.25 亿元，而本期重整收益大幅减少，但整体门店效能和盈利能力提升。

步步高调改 1.0 阶段已完成，门店销售、员工待遇等多方面得到提高。截止 9 月底长沙洋湖店(步步高超市长沙洋湖荟聚店)开业，步步高超市调改 1.0 阶段已全面完成。调改前巅峰时期共有 358 家门店，其中“亿元店”仅 8 家。如今保留的 20 家门店中亿元店已达 19 家，仅剩一家社区门店尚未破亿。店均日销售额从调改前的 9 万多元提升至 71 万元；日均客流从 1500 多人增长到 6100 多人；平均客单价从 60 元上升到 107 元；库存周转天数从 50 天缩短至 17.8 天；商品动销率从 75%提升至 92%；劳效从 3.5 万元增至近 10 万元；员工平均到手薪资从 3247 元提高至 5099 元；月度坪效从 794 元跃升至 5864 元。目前公司基层员工实发工资增加 1852 元，当前调改店员工实发工资 5099 元，管理层实发工资增加 5153 元，当前调改店管理人员实发工资达到 9882 元，25 年调改店累计发放奖金共计 885 万。通过系统性的重塑，公司整体商品汰换率已达到 78%，优化淘汰供应商 460 家，精简 SKU 达 9835 支。目前，商品结构已实现与胖东来 90%的契合度。

盈利预测、估值与评级

预计 2025-2027 年公司营收为 50.61/69.50/80.30 亿元，同比+47.2%/+37.3%/+15.5%；归母净利润 2.96/3.39/5.04 亿元，同比-75.58%/+14.56%/+48.59%。当前股价对应的 PE 分别 51x/45x/30x，维持“增持”评级。

风险提示

行业竞争加剧风险；调改门店客流量下滑风险。

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)：5.71 元

相关报告：

1. 《步步高首次覆盖：转型精选型零售，区域龙头价值重估》，2025.09.30



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	5,061	6,950	8,030
营业收入增长率	-64.54%	10.87%	47.21%	37.31%	15.55%
归母净利润(百万元)	-1,889	1,212	296	339	504
归母净利润增长率	-25.75%	-164.16%	-75.58%	14.56%	48.59%
摊薄每股收益(元)	-2.186	0.451	0.110	0.126	0.187
每股经营性现金流净额	-1.57	-0.08	-0.07	0.70	0.64
ROE(归属母公司)(摊薄)	-65.99%	15.40%	3.68%	4.11%	5.89%
P/E	-1.85	8.76	51.88	45.28	30.47
P/B	1.22	1.35	1.91	1.86	1.80

来源：公司年报、国金证券研究所



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	5,061	6,950	8,030
增长率		-64.5%	10.9%	47.2%	37.3%	15.5%
主营业务成本	-6,623	-1,753	-2,168	-3,541	-4,973	-5,765
%销售收入	75.7%	56.5%	63.1%	70.0%	71.6%	71.8%
毛利	2,122	1,348	1,270	1,520	1,976	2,265
%销售收入	24.3%	43.5%	36.9%	30.0%	28.4%	28.2%
营业税金及附加	-121	-117	-108	-119	-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	-962	-1,077	-1,189
%销售收入	32.8%	47.1%	34.2%	19.0%	15.5%	14.8%
管理费用	-322	-234	-205	-152	-153	-141
%销售收入	3.7%	7.5%	6.0%	3.0%	2.2%	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	278	570	736
%销售收入	n.a	n.a	n.a	5.5%	8.2%	9.2%
财务费用	-591	-515	-201	-198	-192	-174
%销售收入	6.8%	16.6%	5.8%	3.9%	2.8%	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	250	0	0
%税前利润	-0.4%	-8.5%	212.2%	75.8%	0.0%	0.0%
营业利润	-1,704	-1,535	1,603	330	378	562
营业利润率	n.a	n.a	46.6%	6.5%	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	330	378	562
利润率	n.a	n.a	39.8%	6.5%	5.4%	7.0%
所得税	-227	-22	-141	-34	-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	296	339	504
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	296	339	504
净利率	n.a	n.a	35.2%	5.8%	4.9%	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	296	339	504
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					
营运资金变动	664	-1,330	-444	-838	1,004	614
经营活动现金净流	337	-1,352	-209	-177	1,894	1,721
资本开支	-1,253	-409	-315	-259	-580	-570
投资	28	209	3	13	0	0
其他	331	398	-1	250	0	0
投资活动现金净流	-894	198	-314	4	-580	-570
股权募资	0	0	2,500	0	0	0
债权募资	1,705	1,633	-36	739	-778	-468
其他	-1,659	-107	-1,438	-331	-345	-394
筹资活动现金净流	46	1,526	1,026	408	-1,122	-863
现金净流量	-510	372	503	235	192	289

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	1,114	1,200	1,414
应收款项	316	196	127	222	286	308
存货	312	463	325	388	518	569
其他流动资产	1,138	564	488	582	649	682
流动资产	2,611	2,073	1,970	2,306	2,652	2,973
%总资产	9.4%	8.6%	8.9%	10.3%	11.6%	12.8%
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%	17.7%	17.9%
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%	89.7%	88.4%	87.2%
资产总计	27,906	24,143	22,129	22,313	22,797	23,177
短期借款	7,192	6,493	183	1,026	358	0
应付款项	7,518	7,099	3,046	2,174	3,036	3,514
其他流动负债	1,542	1,134	823	1,117	1,520	1,761
流动负债	16,252	14,726	4,052	4,317	4,914	5,275
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	13,917	14,198	14,275
普通股股东权益	4,822	2,862	7,869	8,047	8,250	8,552
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	-2,946	-2,743	-2,441
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	22,313	22,797	23,177

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	-2.944	-2.186	0.451	0.110	0.126	0.187
每股净资产	5.582	3.313	2.927	2.993	3.068	3.181
每股经营现金净流	0.390	-1.565	-0.078	-0.066	0.705	0.640
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.044	0.050	0.075
回报率						
净资产收益率	-52.75%	-65.99%	15.40%	3.68%	4.11%	5.89%
总资产收益率	-9.12%	-7.82%	5.48%	1.33%	1.49%	2.17%
投入资本收益率	-8.17%	-3.47%	-1.40%	1.51%	3.24%	4.25%
增长率						
主营业务收入增长率	-34.55%	-64.54%	10.87%	47.21%	37.31%	15.55%
净利润增长率	N/A	-59.99%	-50.25%	-214.81%	105.51%	28.94%
总资产增长率	-13.72%	-13.48%	-8.34%	0.83%	2.17%	1.67%
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	181.0	152.9	147.3
偿债能力						
净负债/股东权益	182.80%	294.61%	66.48%	72.93%	61.28%	51.63%
EBIT 利息保障倍数	-2.1	-0.9	-1.2	1.4	3.0	4.2
资产负债率	81.42%	86.76%	62.86%	62.37%	62.28%	61.59%

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	2	3	9	21
增持	0	2	3	5	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.50	1.50	1.36	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	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	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