

步步高(002251)

报告日期: 2025年10月27日

## 调改红利释放, 期待百货接力

### ——步步高 25Q3 点评报告

#### 投资要点

- 公司 2025Q3 实现营业收入 10.65 亿元, 同比+30.74%, 实现归母净利润 0.25 亿元, 实现归母扣非净利润-0.39 亿元, 同比扭亏。与 24 年归母利润不可比主要系 24 年确认重整收益所致。2025 年 1-9 月经营活动产生的现金净流量 3.99 亿元, 较上年同期增长 260.89%, 主要原因是报告期经营业绩较上年同期改善, 同时上年同期支付了重整前欠缴的社保、税金。
- 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。据步步高总裁邓静, 步步高超市已经全面完成 1.0 调改, 已经完成 20 家调改门店: 日销 9 万多元→71 万元; 日均客流 1500 人→6100 人; 客单价 60 元→107 元; 库存周转天数 50 天→17.8 天; 商品动销率 75%→92%; 劳效从 3.5 万元→10 万元; 员工到手薪资 3247 元→5099 元; 月度坪效 794 元→5864 元。
- 9 月步步高百货湘潭店启动改造, 从品质、产品模型和服务力提升三个角度打造中国地级城市超级购物中心。百货调改有望接力贡献利润。
- 去除后台毛利后, 超市前台毛利率提升, 费用率整体优化, 财务费用有望得到控制  
 公司 2025Q3 毛利率 32.82%, 同比+0.60pct, 同比 2019 年同期+8.96pct, 销售/管理/研发/财务费用分别占比 22.83%/4.34%/0.31%/6.32%, 同比-15.99pct/-9.56pct/-0.40pct/-1.17pct。
- 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。
- 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。我们预计公司 2025-2027 年实现营业收入 45.28/58.57/71.72 亿元, 同比+31.95%/+29.36%/+22.46%, 实现归母净利润 2.84/3.14/5.16 亿元, 同比-76.56%/+10.62%/+64.29%, 对应 PE54X/49X/30X, 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	¥ 5.71
总市值(百万元)	15,352.48
总股本(百万股)	2,688.70

#### 股票走势图



#### 相关报告

- 1 《调改红利释放, 利润改善》 2025.09.28
- 2 《东山再起, 步步高升》 2025.05.22
- 3 《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	4527.60	5856.72	7172.10
(+/-) (%)	11.14%	31.95%	29.36%	22.46%
归母净利润	1211.69	283.99	314.14	516.11
(+/-) (%)	/	-76.56%	10.62%	64.29%
每股收益(元)	0.45	0.11	0.12	0.19
P/E	12.67	54.06	48.87	29.75

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
<b>流动资产</b>	1970	7029	11095	12222
现金	1030	5811	9757	10926
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	0	106	147	152
其它应收款	0	0	0	0
预付账款	83	160	214	223
存货	325	414	649	686
其他	532	537	327	235
<b>非流动资产</b>	20159	21473	20360	19906
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	16979	16365	16352
<b>资产总计</b>	22129	28501	31455	32128
<b>流动负债</b>	4052	10575	13286	13240
短期借款	0	3000	3000	3000
应付款项	773	2132	2975	2803
预收账款	0	0	0	0
其他	3279	5443	7311	7438
<b>非流动负债</b>	9859	9420	9345	9542
长期借款	6311	6311	6311	6311
其他	3548	3110	3035	3231
<b>负债合计</b>	13911	19996	22631	22782
少数股东权益	349	353	356	363
归属母公司股东权益	7869	8153	8467	8983
<b>负债和股东权益</b>	22129	28501	31455	32128

### 现金流量表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	(209)	2380	3866	1300
净利润	1227	288	318	523
折旧摊销	584	466	418	430
财务费用	201	221	230	192
投资损失	(2902)	(250)	(10)	(10)
营运资金变动	(4821)	3204	2873	(168)
其它	5502	(1548)	38	335
<b>投资活动现金流</b>	(314)	(612)	400	77
资本支出	254	146	251	194
长期投资	572	(614)	219	59
其他	(1140)	(144)	(69)	(176)
<b>筹资活动现金流</b>	1026	3012	(320)	(209)
短期借款	(6114)	3000	0	0
长期借款	2536	0	0	0
其他	4604	12	(320)	(209)
<b>现金净增加额</b>	503	4781	3946	1168

### 利润表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入</b>	3431	4528	5857	7172
营业成本	2168	2695	3431	4174
营业税金及附加	108	126	190	220
营业费用	1176	1109	1288	1578
管理费用	205	204	234	273
研发费用	23	30	38	47
财务费用	201	221	230	192
资产减值损失	451	5	6	7
公允价值变动损益	(521)	(100)	(100)	(100)
投资净收益	2902	250	10	10
其他经营收益	115	26	21	18
<b>营业利润</b>	1603	314	369	609
营业外收支	(235)	5	5	5
<b>利润总额</b>	1368	319	374	615
所得税	141	32	56	92
<b>净利润</b>	1227	288	318	523
少数股东损益	15	4	4	6
<b>归属母公司净利润</b>	1212	284	314	516
EBITDA	2126	1004	1020	1234
EPS (最新摊薄)	0.45	0.11	0.12	0.19

### 主要财务比率

	2024	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力</b>				
营业收入	11.14%	31.95%	29.36%	22.46%
营业利润	/	-80.40%	17.41%	65.22%
归属母公司净利润	/	-76.56%	10.62%	64.29%
<b>获利能力</b>				
毛利率	36.81%	40.47%	41.41%	41.80%
净利率	35.76%	6.35%	5.43%	7.29%
ROE	21.23%	3.40%	3.63%	5.68%
ROIC	8.09%	2.40%	2.51%	3.25%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	62.86%	70.16%	71.95%	70.91%
净负债比率	46.68%	48.65%	42.58%	42.22%
流动比率	0.49	0.66	0.84	0.92
速动比率	0.41	0.63	0.79	0.87
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.15	0.18	0.20	0.23
应收账款周转率	41.43	57.28	46.21	47.88
应付账款周转率	1.31	1.91	1.38	1.47
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	0.45	0.11	0.12	0.19
每股经营现金	-0.08	0.89	1.44	0.48
每股净资产	2.93	3.03	3.15	3.34
<b>估值比率</b>				
P/E	12.67	54.06	48.87	29.75
P/B	1.95	1.88	1.81	1.71
EV/EBITDA	9.02	21.85	17.50	13.65

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>