

超市+百货调改再接再厉

步步高 (002251.SZ)

核心观点

我们认为回归线下是当下消费的一大主线，零售行业迎来质价比时代，摆脱低价无序内卷的破局点是提供优质的商品及服务。公司学习胖东来调改，聚焦客户服务、产品升级、员工关怀等方面，经过两年时间取得了全部调改超市门店扭亏为盈的积极效果。公司深耕湖南地区，继续推进购百调改，有望实现联动效应，推进购百出租率回升，超市重回扩张区间。

事件

2025年全年公司实现营业收入42.17亿元，同比增长22.71%，其中第四季度实现营业收入10.16亿元，同比增长12.19%。

2025年全年公司实现归属股东净利润1.13亿元，同比增长-90.69%；扣非净利润-1.63亿元，同比增长-83.34%。

其中，2025年第四季度归属股东净利润-1.13亿元，同比增长-86.05%；扣非净利润-1.35亿元，同比增长-79.72%。

2026年一季度公司实现营业收入13.13亿元，同比增长13.74%。

2026年一季度公司实现归属股东净利润1.16亿元，同比增长-2.18%；扣非净利润0.85亿元，同比增长100.38%。

简评

超市调改取得阶段成功，全部门店实现盈利

在2025年公司继续推进学习胖东来调改，从年初27家门店到年末22家门店，完成绝大部分门店的调整和出清。调改门店的坪效依旧保持高位不减，全年超市业务实现收入27.66亿元（+50.38%），单店产出领先行业，同时公司实现全部调改门店的盈利，在2026年有望重回扩张趋势。

百货调改积极推进，有望实现业态联动

2025年公司引入专业运营团队，重点对现存门店进行改造提质，聚焦购物中心湘潭店和百货衡阳店等核心门店，预计在2026年体现成效。参考河南胖东来的经典项目均是综合体模式，超市引流和百货聚客，互相推动消费场景的升级，公司是目前少数具有百货+超市模型的区域型零售商，单店模型仍有提升空间。

维持

增持

刘乐文

liulewen@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521080003

SFC 编号:BPC301

发布日期：2026年04月26日

当前股价：4.09元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1个月	3个月	12个月
-0.49/-7.48	-22.54/-21.18	-32.73/-56.50

12月最高/最低价(元) 7.36/4.09

总股本(万股) 268,869.97

流通A股(万股) 215,247.21

总市值(亿元) 109.97

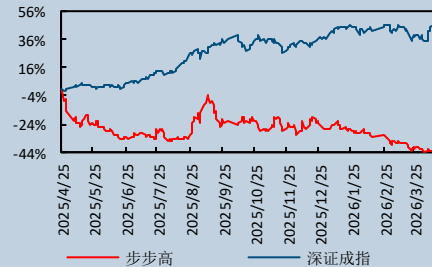
流通市值(亿元) 88.04

近3月日均成交量(万) 5687.13

主要股东

步步高商业连锁股份有限公司破	8.85%
产企业财产处置专用账户	

股价表现



相关研究报告

25.08.07 【中信建投社服商贸】步步高(002251): 胖东来调改即是反内卷

投资建议：公司在 2026 年一季度继续实现经营现金流的大幅提升，各项经营指标已经回归正常，具有充足的偿债能力。我们看好公司作为区域型零售商的百货+超市调改模型，更新 2026-2028 年盈利预测为 2.09 亿元/3.05 亿元/4.01 亿元，对应 PE 分别为 53X/36X/27X，维持“增持”评级。

重要财务指标

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	3,431.22	4,210.31	5,525.50	6,264.00	6,948.50
YoY(%)	11.14	22.71	31.24	13.37	10.93
净利润(百万元)	1,211.69	112.81	208.78	304.55	400.73
YoY(%)	164.16	-90.69	85.06	45.87	31.58
毛利率(%)	36.81	34.08	35.40	35.25	35.32
销售净利率(%)	35.31	2.68	3.78	4.86	5.77
ROE(%)	15.40	1.35	2.44	3.43	4.32
EPS(摊薄/元)	0.45	0.04	0.08	0.11	0.15
P/E(倍)	9.08	97.48	52.67	36.11	27.44
P/B(倍)	1.40	1.31	1.28	1.24	1.18

资料来源：iFinD，中信建投证券

风险分析

1. 公司目前调改门店进度顺利并不能保证后续所有调改都能够顺利进行，公司目前调改门店的积极表现也可能伴随热度下降而减弱，亦有可能公司适合调改的门店数量没有达到预期的水平，公司后续拓店可能不理想。

2. 公司建设自有商品体系可能存在不确定性，消费者对品牌的认知可能减弱，亦有可能出现同类型的竞争对手进行模仿和跟随策略，导致同质化竞争。

3. 线上平台推广即时零售业务可能挤占部分传统线下零售的市场，对于公司经营坪效构成压力。

分析师介绍

刘乐文

社服商贸行业首席分析师。本科毕业于西安交通大学，研究生毕业于美国约翰霍普金斯大学，从事商社行业研究数年，对于美容护理、珠宝时尚、餐饮酒店、零售贸易等行业拥有深度研究见解和丰富行业积累，曾获得水晶球社会服务行业最佳分析师第一名，新财富最佳海外研究第五名，新浪最佳分析师等评选。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内 容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内 容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层
 电话：（8610）56135088
 联系人：李祉瑶
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室
 电话：（8621）6882-1600
 联系人：翁起帆
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心 35 楼
 电话：（86755）8252-1369
 联系人：曹莹
 邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
 中环交易广场 2 期 18 楼
 电话：（852）3465-5600
 联系人：刘泓麟
 邮箱：charleneliu@csci.hk