

步步高 (002251.SZ)

26Q1 扣非净利增 100%，现金流与盈利质量双升

事件：公司发布 2025 年年度报告、2026 年一季报。2025 年公司实现营业收入 42.10 亿元/同比+22.71%，归母净利润 1.13 亿元/同比-90.69%，扣非归母净利润-1.63 亿元/同比+83.34%；26Q1 实现营业收入 13.12 亿元/同比+13.74%，归母净利润 1.16 亿元/同比-2.18%，扣非归母净利润 8510 万元/同比+100.38%

战略聚焦调改增效，26Q1 主业强劲复苏。1) 2025 年收入恢复增长，扣非亏损大幅收窄：25 年营收同增 22.71%，主要得益于胖改推动单店盈利能力提升。归母净利润同比下降主因 2024 年确认了 28.79 亿元大额重整收益，而 2025 年仅为 2.44 亿元。扣非归母净利虽仍亏损，但同比大幅减亏 83.34%，显示主业经营质量显著改善。**2) 26Q1 扣非净利润翻倍，现金流大幅改善：**26Q1 营收同增 13.74%，扣非净利润同增 100.38%，经营活动产生的现金流量净额达 3.59 亿元，同比大增 177.43%，显示调改红利持续释放，门店效能和盈利能力持续提升。

门店网络优化，胖改成效验证。2025 年，公司关闭超市门店 5 家、百货门店 1 家，完成胖改门店 8 家。截至 2025 年 12 月 31 日，公司门店总数精简至 53 家（超市 22 家、百货 31 家），其中超市已完成调改店 21 家，娄底调改店预计 5 月 1 日开业。截至 2026 年一季度末，已完成调改的 21 家超市门店全部实现盈利。26 年 1-2 月，21 家超市调改店销售额同比增长 24%，客流增幅超 10%。

商品力与供应链重构，构筑品质零售核心壁垒。1) 商品力持续提升：公司于 2025 年 3 月正式推出自有品牌“BL (Better Life)”，品牌以“直链原产地与工厂、国标认证专业检测，安全健康有保障，极致性价比”为主张，全年推出 146 个单品，成为零售转型的关键引擎。根据商业观察家，26 年 1-2 月，在调改门店中，胖东来自有品牌、步步高 BL 及中央厨房熟食烘焙三者销售占比已达 13%，消费者渗透率达 50%。**2) 供应链效率飞跃：**通过深化源头直采、精选战略供应商，公司运营效率大幅优化。库存周转天数从 74.5 天大幅压缩至 32.7 天（不含茅台），优于行业水平。**3) 购物中心焕新升级：**3 月完成总部核心管理团队换新，引入专业运营力量，步步高广场衡阳店、步步高天地湘潭店全面启动改造升级，分别将于 2026 年 5 月、6 月完工，下半年将以全新面貌亮相；2026 年 9 月步步高天地怀化店也将盛大开业。

前台毛利率提升，费用管控良好。1) 毛利端，2025 年综合毛利率 34.18%/-2.75pct，26Q1 综合毛利率 34.52%/-2.23pct。25 年主营业务毛利率 24.32%/+4.5pct，综毛下降主因其他业务收入下降，主营业务中超市毛利率 21.63%/+7.77%，百货毛利率 60.09%/-2.66%。**2) 费用端，**2025 年期间费用率 34.22%/-12.44pct，销售/管理/研发/财务费用分别-11.16/-1.47/-0.32/+0.52 pct；26Q1 期间费用率 26.52%/-3.89pct，销售/管理/研发/财务费用分别-3.16/+0.30/-0.24/-0.79 pct。**3) 盈利端，**2025 年扣非归母净利率-3.86%/同比+24.57pct，26Q1 扣非归母净利率 6.48%/同比+2.80 pct。

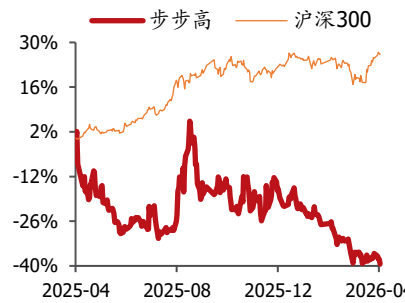
更新盈利预测，维持“买入”评级。公司以胖东来模式为转型引擎，通过“人货场重构+供应链革新”释放业绩，超市调改已见成效，百货通过优化体验有望进一步提升盈利能力。我们预计公司 2026-2028 年归母净利润

买入（维持）

股票信息

行业	一般零售
前次评级	买入
04 月 24 日收盘价 (元)	4.09
总市值 (百万元)	10,996.78
总股本 (百万股)	2,688.70
其中自由流通股 (%)	80.06
30 日日均成交量 (百万股)	50.08

股价走势



作者

分析师 李宏科
执业证书编号: S0680525090002
邮箱: lihongke@gszq.com

分析师 毛弘毅
执业证书编号: S0680525110003
邮箱: maohongyi@gszq.com

相关研究

1、《步步高 (002251.SZ): 湖南双业态龙头, 引领品质零售升级》 2026-03-28

各 2.16 亿元、3.59 亿元、4.63 亿元，同比增长 91.3%、66.1%、29.2%。
维持“买入”评级。

风险提示：行业竞争加剧、店铺升级改造不及预期、资本开支压力增大。

财务指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	3,431	4,210	5,506	6,729	7,834
增长率 yoy（%）	11.1	22.7	30.8	22.2	16.4
归母净利润（百万元）	1,212	113	216	359	463
增长率 yoy（%）	164.2	-90.7	91.3	66.1	29.2
EPS 最新摊薄（元/股）	0.45	0.04	0.08	0.13	0.17
净资产收益率（%）	15.4	1.3	2.5	4.0	4.9
P/E（倍）	9.1	97.5	51.0	30.7	23.7
P/B（倍）	1.4	1.3	1.3	1.2	1.2

资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2026 年 04 月 24 日收盘价

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	1970	1824	2788	3282	3786
现金	1030	611	1281	1495	1861
应收票据及应收账款	52	34	46	55	64
其他应收款	74	93	121	148	173
预付账款	83	90	132	162	193
存货	325	307	420	554	544
其他流动资产	406	687	787	866	952
非流动资产	20159	19890	19687	19847	20121
长期投资	6	3	3	3	3
固定资产	2352	1758	2538	2814	3048
无形资产	1285	1070	1020	970	920
其他非流动资产	16517	17060	16127	16060	16150
资产总计	22129	21714	22475	23129	23907
流动负债	4052	3121	3639	3996	4351
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	773	665	631	660	699
其他流动负债	3279	2456	3008	3336	3652
非流动负债	9859	9864	9879	9799	9735
长期借款	6311	6228	6228	6228	6228
其他非流动负债	3548	3636	3651	3571	3507
负债合计	13911	12985	13519	13795	14086
少数股东权益	349	366	377	396	420
股本	2689	2689	2689	2689	2689
资本公积	5314	5446	5446	5446	5446
留存收益	-2810	-2697	-2482	-2123	-1660
归属母公司股东权益	7869	8363	8579	8938	9401
负债和股东权益	22129	21714	22475	23129	23907

现金流量表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	-209	650	874	833	1150
净利润	1227	128	227	377	488
折旧摊销	584	444	252	338	426
财务费用	215	278	156	152	148
投资损失	-2902	-266	-330	-67	-78
营运资金变动	-444	21	246	77	216
其他经营现金流	1111	45	322	-44	-49
投资活动现金流	-314	-612	-31	-387	-572
资本支出	-315	-350	-369	-456	-651
长期投资	3	11	4	2	0
其他投资现金流	-1	-274	334	67	78
筹资活动现金流	1026	-444	-173	-232	-212
短期借款	-6114	0	0	0	0
长期借款	2536	-82	0	0	0
普通股增加	1825	0	0	0	0
资本公积增加	1704	133	0	0	0
其他筹资现金流	1075	-494	-173	-232	-212
现金净增加额	503	-406	669	215	366

利润表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	3431	4210	5506	6729	7834
营业成本	2168	2776	3784	4751	5590
营业税金及附加	108	101	132	162	188
营业费用	1176	971	964	1144	1253
管理费用	205	189	193	222	251
研发费用	23	14	17	20	24
财务费用	201	268	196	131	124
资产减值损失	-419	-36	-350	0	0
其他收益	-3	-4	2	2	2
公允价值变动收益	-521	-19	0	0	0
投资净收益	2902	266	330	67	78
资产处置收益	118	-8	28	34	39
营业利润	1603	99	237	409	532
营业外收入	15	69	20	20	20
营业外支出	251	33	10	10	10
利润总额	1368	135	247	419	542
所得税	141	7	20	42	54
净利润	1227	128	227	377	488
少数股东损益	15	15	11	19	24
归属母公司净利润	1212	113	216	359	463
EBITDA	305	594	696	888	1092
EPS (元/股)	0.45	0.04	0.08	0.13	0.17

主要财务比率

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入(%)	11.1	22.7	30.8	22.2	16.4
营业利润(%)	204.5	-93.8	139.4	72.8	29.9
归属母公司净利润(%)	164.2	-90.7	91.3	66.1	29.2
获利能力					
毛利率(%)	36.8	34.1	31.3	29.4	28.6
净利率(%)	35.3	2.7	3.9	5.3	5.9
ROE(%)	15.4	1.3	2.5	4.0	4.9
ROIC(%)	-1.6	0.9	2.6	3.1	3.6
偿债能力					
资产负债率(%)	62.9	59.8	60.2	59.6	58.9
净负债比率(%)	72.6	72.1	61.5	55.8	48.7
流动比率	0.5	0.6	0.8	0.8	0.9
速动比率	0.3	0.3	0.5	0.5	0.5
营运能力					
总资产周转率	0.1	0.2	0.2	0.3	0.3
应收账款周转率	41.4	99.1	139.4	133.4	131.1
应付账款周转率	1.3	3.9	5.8	7.4	8.2
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.45	0.04	0.08	0.13	0.17
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.08	0.24	0.32	0.31	0.43
每股净资产(最新摊薄)	2.93	3.11	3.19	3.32	3.50
估值比率					
P/E	9.1	97.5	51.0	30.7	23.7
P/B	1.4	1.3	1.3	1.2	1.2
EV/EBITDA	54.4	34.6	23.7	18.2	14.5

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2026 年 04 月 24 日收盘价

免责声明

国盛证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层
 邮编：100077
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋
 邮编：200120
 电话：021-38124100
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com