

步步高(002251)

2026年05月02日

调改深化年企稳，全年营收+22.7%、Q4 亏损大幅收窄

——步步高 25 年年报点评报告

投资要点

- 公司 2025 年实现营业收入 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-1.63 亿元，同比减亏 83.34%。24 年归母不可比系 24 年重整计划确认重整收益 28.79 亿元（非经常），本期大幅减少。25Q4 单季营收 10.16 亿元、同比+12.19%；归母/扣非归母-1.13/-1.35 亿元（24Q4 为-8.08/-6.66 亿元），单季减亏 86.05%/79.72%。
- 胖东来调改延续深化，超市业态高速放量，百货业态调改启动
公司深化胖改策略落地，25 年关闭超市 5 家+百货 1 家+新完成胖改 8 家，截至 25 年末门店共 53 家（超市 22+百货 31），超市事业部累计完成 21 家调改。分业态：超市营收 27.66 亿元、同比+50.38%，毛利率 21.63%、同比+7.77pct；百货营收 2.34 亿元、同比-13.13%，毛利率 60.09%、同比-2.66pct，仍处调改前承压区间。购物中心事业部 25 年 3 月总部团队换新，胖改模型向湘潭/衡阳等核心门店延伸。
- 公司围绕"文化引领、调改升级、品质提升、组织重塑"等六方面工作抓落实，胖改示范门店辐射全网，百货调改有望接力贡献利润。
- 费用率持续优化，财务费用受留债摊销拖累，但 Q4 单季同比已现改善
公司 2025 年毛利率 34.08%、同比-2.73pct，主因超市自营占比提升结构性下行；销售/管理/研发/财务费用率分别为 23.08%/4.50%/0.34%/6.37%，同比-11.19pct/-1.48pct/-0.32pct/+0.52pct。其中销售费用同比-17.38%、管理费用同比-7.66%，组织瘦身+关店效果显现；财务费用同比+33.52%，系上年重整免计利息+本期新增留债摊销 5,294.40 万元。25Q4 单季毛利率 30.84%，销售/财务费用率分别同比-6.66pct/-0.96pct，环比改善信号。
- 组织架构改革、治理结构优化。第七届董事会 2024 年 11 月 21 日选举产生（王填重任董事长、邓静新任轮值总裁），2025 年延续该架构推进治理优化，组织调整围绕品质+美好。25 年高管薪酬合计 679.22 万元（王填 121.41 万/杨芳 111.01 万/邓静 118.41 万）。
- 投资建议：调改红利从超市外溢百货，胖改示范门店模型已跑通，26 年百货调改加速释放利润。我们预计公司 2026-2028 年实现营业收入 52.76/65.00/69.01 亿元，同比+25.30%/+23.21%/+6.17%，实现归母净利润 2.46/3.20/3.93 亿元，同比+117.81%/+30.25%/+22.73%，对应 PE45X/35X/28X，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。

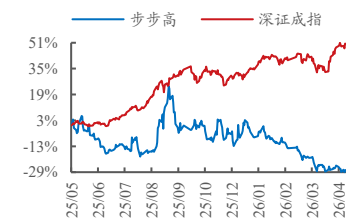
投资评级：买入(维持)

分析师：卢子宸
执业证书号：S1230526010002
luzichen@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥4.15
总市值(百万元)	11,158.10
总股本(百万股)	2,688.70

股票走势图



相关报告

- 《调改红利释放，期待百货接力》 2025.10.28
- 《调改红利释放，利润改善》 2025.09.28
- 《东山再起，步步高升》 2025.05.22

财务摘要

(百万元)	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	4210.31	5275.55	6499.75	6900.61
(+/-) (%)	22.71%	25.30%	23.21%	6.17%
归母净利润	112.81	245.72	320.05	392.79
(+/-) (%)	-90.69%	117.81%	30.25%	22.73%
每股收益(元)	0.04	0.09	0.12	0.15
P/E	98.91	45.41	34.86	28.41

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)	2025	2026E	2027E	2028E
流动资产	1824	3474	4974	6248
现金	611	1993	3480	4668
交易性金融资产	245	82	109	145
应收账款	0	106	94	98
其它应收款	0	0	0	0
预付账款	90	186	177	192
存货	307	611	620	649
其他	570	497	494	496
非流动资产	19890	19516	18762	18134
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	3	5	4	4
固定资产	1758	1524	1241	846
无形资产	1070	992	923	860
在建工程	1382	1106	885	708
其他	15678	15889	15709	15716
资产总计	21714	22990	23735	24381
流动负债	3121	3997	4484	4653
短期借款	0	0	0	0
应付款项	665	1051	1277	1265
预收账款	0	0	0	0
其他	2456	2946	3207	3388
非流动负债	9864	9977	9874	9905
长期借款	6228	6228	6228	6228
其他	3636	3749	3645	3677
负债合计	12985	13974	14357	14558
少数股东权益	366	398	441	493
归母公司股东权益	8363	8617	8937	9330
负债和股东权益	21714	22990	23735	24381

利润表

(百万元)	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	4210	5276	6500	6901
营业成本	2776	3492	4272	4521
营业税金及附加	101	165	188	194
营业费用	971	1213	1430	1518
管理费用	189	222	227	207
研发费用	14	18	22	23
财务费用	268	175	153	133
资产减值损失	33	5	6	7
公允价值变动损益	(19)	0	0	0
投资净收益	266	250	158	158
其他经营收益	(12)	14	9	9
营业利润	99	250	367	464
营业外收支	36	59	59	59
利润总额	135	309	427	524
所得税	7	31	64	79
净利润	128	278	363	445
少数股东损益	15	33	43	52
归属母公司净利润	113	246	320	393
EBITDA	757	826	924	996
EPS (最新摊薄)	0.04	0.09	0.12	0.15

主要财务比率

	2025	2026E	2027E	2028E
成长能力				
营业收入	22.71%	25.30%	23.21%	6.17%
营业利润	/	152.69%	46.89%	26.39%
归属母公司净利润	/	117.81%	30.25%	22.73%
获利能力				
毛利率	34.08%	33.81%	34.28%	34.48%
净利率	3.04%	5.28%	5.58%	6.45%
ROE	1.33%	2.77%	3.48%	4.09%
ROIC	1.69%	2.41%	2.70%	2.99%
偿债能力				
资产负债率	59.80%	60.79%	60.49%	59.71%
净负债比率	49.41%	46.36%	44.82%	44.26%
流动比率	0.58	0.87	1.11	1.34
速动比率	0.49	0.72	0.97	1.20
营运能力				
总资产周转率	0.19	0.24	0.28	0.29
应收账款周转率	99.08	76.28	65.58	72.68
应付账款周转率	3.86	4.08	3.68	3.56
每股指标(元)				
每股收益	0.04	0.09	0.12	0.15
每股经营现金	0.24	0.28	0.46	0.37
每股净资产	3.11	3.20	3.32	3.47
估值比率				
P/E	98.91	45.41	34.86	28.41
P/B	1.33	1.29	1.25	1.20
EV/EBITDA	30.32	22.88	18.68	16.18

现金流量表

(百万元)	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	650	754	1230	986
净利润	128	278	363	445
折旧摊销	444	344	346	341
财务费用	268	175	153	133
投资损失	(266)	(250)	(158)	(158)
营运资金变动	(991)	888	412	155
其它	1067	(681)	114	70
投资活动现金流	(612)	732	453	327
资本支出	453	400	394	463
长期投资	(447)	107	78	(87)
其他	(618)	225	(18)	(48)
筹资活动现金流	(444)	(105)	(196)	(126)
短期借款	0	0	0	0
长期借款	(82)	0	0	0
其他	(361)	(105)	(196)	(126)
现金净增加额	(406)	1382	1487	1188

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>