信用评级公告

联合〔2022〕5082 号

联合资信评估股份有限公司通过对步步高投资集团股份有限公司及其相关债项的信用状况进行综合分析和评估，确定维持步步高投资集团股份有限公司主体长期信用等级为 AA，维持“20 步步高（疫情防控债）MTN001”信用等级为 AA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二二年六月二十四日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层
Editorial Office Address: 17/F, PICC Building, 2, Jianguomenwai Street, Beijing
电话（Tel）：（010）85679696 | 邮箱（Email）:lianhe@lhratings.com | 传真(Fax):(010)85679228
网址（Website）:www.lhratings.com | 邮编（Postal Code）:100022

步步高投资集团股份有限公司 2022 年跟踪评级报告

评级结果：

主体/债项	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
步步高投资集团股份有限公司	AA	稳定	AA	稳定
20 步步高（疫情防控债）MTN001	AA	稳定	AA	稳定

跟踪评级债券概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
20 步步高(疫情防控债）MTN001	7 亿元	7 亿元	2023/03/03

注：上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时点尚处于存续期的债券；上述债券期限均为 3（2+1）年

评级时间：2022 年 6 月 24 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
零售企业信用评级方法	V3.1.202205
零售企业主体信用评级模型（打分表）	V3.1.202205

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

评级观点

联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对步步高投资集团股份有限公司（以下简称“公司”或“步步高集团”）的评级反映了其作为湖南省零售龙头企业之一，在区域地位、市场规模及品牌知名度等方面维持既有的综合竞争优势。跟踪期内，公司保持在湖南地区零售行业地位，持续优化门店结构，关闭部分持续亏损店铺，超市门店数量有所下降；引入战略投资人长沙高晟投资合伙企业（有限合伙）（以下简称“长沙高晟”），资本实力有所增强。同时，联合资信也关注到实体零售行业经营承压，公司利润总额持续亏损，资产受限比例高，债务负担重以及在建项目尚需自筹资金规模大等因素可能给公司带来的不利影响。

未来，随着公司对门店结构的不断优化和数字化运营模式的成熟，规模效应的体现有利于公司盈利能力的提升。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA，维持“20步步高（疫情防控债）MTN001”的信用等级为AA，评级展望为稳定。

优势

1. **跟踪期内，公司引入战略投资人长沙高晟，资本实力有所增强。**2022 年 5 月，公司引入战略投资人长沙高晟投资合伙企业（有限合伙）（以下简称“长沙高晟”），认购公司 21768.2701 万元股份，注册资本增至 121768.2701 万元。长沙高晟实控人为长沙高新技术产业开发区管理委员会，截至 2022 年 5 月底，长沙高晟成为公司第二大股东，持股比例为 17.88%。
2. **跟踪期内，公司零售业务区域市场占有率高，品牌优势明显。**公司在湖南省内超市市场占有率第一，2021 年，公司在中国连锁经营协会发布的“2021 年中国连锁百强”中排名第 9 位，区域行业地位及品牌优势明显。
3. **步步高商业连锁股份有限公司计划与湖南兴湘投资控股集团有限公司开展合作。**2022年6月16日，步步高商业连锁股份有限公司（以下简称“步步高股份”）发布公告，拟与湖南兴湘投资控股集团有限公司（以下简称“兴湘集团”）开展合作，合作方式包括但不限于向兴湘

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	a		评级结果	AA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	2
			企业管理	2
			经营分析	2
财务风险	F4	现金流	资产质量	2
			盈利能力	4
			现金流量	1
		资本结构		3
		偿债能力		4
调整因素和理由				调整子级
公司引入战略投资人长沙高晟，资本实力有所增强。				+1
步步高股份计划与兴湘集团开展不限于融资方面的合作。				+1
未来，随着公司对门店结构的不断优化和数字化运营模式的成熟，规模效应的体现有利于公司盈利能力的提升。				+1

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1—F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

分析师：邢霖雪　张梦苏
邮箱：lianhe@lhratings.com
电话：010-85679696
传真：010-85679228
地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号中国人保财险大厦 17 层（100022）
网址：www.lhratings.com

集团融资，兴湘集团由湖南省人民政府国有资产监管管理委员会持股100%。截至2022年6月19日，上述事项处于接洽和商讨阶段，尚未签署正式合作协议，联合资信将持续关注上述事项的进展情况。

关注

1. **零售行业竞争加剧且持续受到疫情影响。**中国零售业竞争激烈，新冠疫情引发零售行业进一步向线上转移，各大互联网电商平台加大社区团购布局力度，实体零售市场承压。

2. **2021 年公司利润总额亏损规模同比有所扩大。**跟踪期内，实体零售行业经营持续承压，公司营业收入同比下降，经营性利润亏损规模同比加大，加之审计机构对金星路步步高广场 REITs 产品发行重新确认收益、对南城百货和梅西百货进行商誉减值，2021 年公司利润总额亏损规模同比扩大至-2.32 亿元。

3. **公司债务负担重，债务期限与资产回收期匹配度低，短期偿债压力大。**截至 2022 年 3 月底，公司有息债务合计 202.42 亿元，其中短期债务 139.56 亿元，资产负债率为 82.58%。考虑到公司资产中自持物业及地产投资规模大，投资回收期长，债务期限与资产回收期匹配度低。

4. **公司资产受限比例高。**截至2021年底，公司资产受限比例为34.11%；截至2022年3月底，公司对步步高商业连锁股份有限公司的持股比例为34.99%，质押率为53.83%。

5. **在建及拟建项目仍面临资本支出压力。**截至 2022 年 3 月底，公司自持物业、物流项目等尚需自筹投入 13.52 亿元，公司面临资本支出压力。

主要财务数据

合并口径				
项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
现金类资产(亿元)	13.09	6.67	7.57	4.88
资产总额(亿元)	330.72	344.62	415.19	414.45
所有者权益(亿元)	76.04	73.50	72.11	72.20
短期债务(亿元)	118.44	120.35	136.59	139.56
长期债务(亿元)	36.34	39.88	69.76	62.86
全部债务(亿元)	154.78	160.23	206.34	202.42
营业收入(亿元)	207.41	164.09	139.52	33.86
利润总额(亿元)	0.04	-0.01	-2.32	0.08
EBITDA(亿元)	15.51	16.65	18.63	--
经营性净现金流(亿元)	7.57	3.58	38.88	11.74
营业利润率(%)	23.54	29.32	33.04	32.78
净资产收益率(%)	-0.46	0.20	-3.89	--
资产负债率(%)	77.01	78.67	82.63	82.58
全部债务资本化比率(%)	67.06	68.55	74.10	73.71
流动比率(%)	48.03	41.54	31.61	29.73
经营现金流动负债比(%)	3.57	1.58	14.66	--
现金短期债务比（倍）	0.11	0.06	0.06	0.03
全部债务/EBITDA(倍)	9.98	9.62	11.07	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.06	2.03	2.06	--
公司本部（母公司）				
项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
资产总额(亿元)	69.04	81.38	75.51	77.52
所有者权益(亿元)	5.49	5.24	5.25	5.13
全部债务(亿元)	52.78	58.96	54.15	55.12
营业收入(亿元)	0.33	0.35	2.41	0.10
利润总额(亿元)	0.91	-0.55	-0.64	-0.05
资产负债率(%)	92.05	93.57	93.04	93.38
全部债务资本化比率(%)	90.58	91.84	91.16	91.49
流动比率(%)	82.18	90.81	90.26	71.35
经营现金流动负债比(%)	-0.20	1.17	6.94	--

注：1. 2022 年 1－3 月财务数据未经审计；2. 合并口径其他流动负债中的有息部分已计入短期债务，长期应付款中有息债务已计入长期债务
资料来源：公司提供、联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

评级历史：

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
20 步步高（疫情防控债）MTN001	AA	AA	稳定	2021/7/26	王喜梅 邢霖雪	零售企业信用评级方法（V3.0.201907） 零售企业主体信用评级模型（打分表）（V3.0.201907）	阅读全文
20 步步高（疫情防控债）MTN001	AA	AA	稳定	2020/2/11	刘嘉敏 王喜梅	零售企业信用评级方法（V3.0.201907） 零售企业主体信用评级模型（打分表）（V3.0.201907）	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；

声 明

一、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

二、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

三、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

四、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

五、本报告系联合资信接受步步高投资集团股份有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

六、除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

七、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

八、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

步步高投资集团股份有限公司 2022 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于步步高投资集团股份有限公司（以下简称“公司”或“步步高集团”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、主体概况

公司前身为“湘潭开源货运有限责任公司”，由湖南步步高连锁超市有限责任公司和王立强共同出资组建，于 2003 年 2 月 20 日在湘潭市工商行政管理局登记注册并取得《企业法人营业执照》（注册号：4303001004097），注册资本为 50.00 万元。2003 年公司更名为“湘潭步步高投资集团有限公司”，2007 年 7 月 31 日（基准日）整体变更为股份有限公司，后于 2007 年 8 月 30 日在湘潭市工商行政管理局登记注册并取得企业法人营业执照（注册号：430300000003121），注册资本为 10.00 亿元。2009 年公司更为现名。2022 年 5 月，公司引入战略投资人，股东新增长沙高晟投资合伙企业（有限合伙）（以下简称“长沙高晟”），注册资本从 100000 万元增加至 121768.2701 万元，增加部分全部由长沙高晟认购，本次股权结构变更后，长沙高晟对公司持股比例为 17.88%，为公司第二大股东。截至 2022 年 5 月底，公司注册资本为 12.18 亿元，实收资本 3.35 亿元，公司股东包括 9 名自然人、联志投资有限公司以及长沙高晟投资合伙企业（有限合伙），其中王填持股 57.45%，其他股东合计持股 42.55%；王填为公司实际控制人。

公司核心子公司步步高商业连锁股份有限公司（以下简称“步步高股份”）主营超市、百货、家电等业态的商品销售，并于 2008 年 6 月 19 日在深圳证券交易所正式挂牌上市（股票代码：002251.SZ），截至 2022 年 3 月底，公司对其持股比例为 34.99%（质押比例为 53.83%），公司为步步高股份的控股股东，王填先生为步步高股份的法定代表人和实际控制人。

公司属零售批发行业，跟踪期内经营范围未发生重大变化。

截至 2021 年底，公司合并资产总额 415.19 亿元，所有者权益 72.11 亿元（含少数股东权益 49.73 亿元）；2021 年，公司实现营业总收入 139.52 亿元，利润总额-2.32 亿元。

截至 2022 年 3 月底，公司合并资产总额 414.45 亿元，所有者权益 72.20 亿元（含少数股东权益 49.95 亿元）；2022 年 1－3 月，公司实现营业总收入 33.86 亿元，利润总额 0.08 亿元。

公司注册地址：长沙高新开发区枫林三路 1083 号步步高梅溪商业中心 A 区 1301；法定代表人：张海霞。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

跟踪期内，公司由联合资信评级的存续公募债券为“20 步步高（疫情防控债）MTN001”，期限为 2+1 年。截至本报告出具日，上述债券募集资金已按规定用途使用完毕，跟踪期内按时足额付息。

表 1　公司存续期内债券概况（单位：亿元）

债项简称	发行金额	债券余额	起息日	期限
20 步步高（疫情防控债）MTN001	7.00	7.00	2020/03/03	3 年

注：所列存续债券均为委托联合资信评级债券
资料来源：联合资信整理

截至 2022 年 3 月底，公司普通优先债券（公开发行）包括“20 步步高（疫情防控债）MTN001”，发行金额 7.00 亿元。公司有权决定

在上述中期票据存续期的第 2 年末调整后 1 年的票面利率，调整后的票面利率为“20 步步高（疫情防控债）MTN001”存续期前 2 年票面利率加公司调整的基点。“20 步步高（疫情防控债）MTN001”于 2022 年 3 月 3 日行使投资人回售权，投资人未回售。

四、宏观经济和政策环境

1. 宏观政策环境和经济运行回顾

2022 年一季度，中国经济发展面临的国内外环境复杂性和不确定性加剧，有的甚至超出预期。全球经济复苏放缓，俄乌地缘政治冲突导致全球粮食、能源等大宗商品市场大幅波动，国内多地疫情大规模复发，市场主体困难明显增加，经济面临的新的下行压力进一步加大。在此背景下，“稳增长、稳预期”成为宏观政策的焦点，政策发力适当靠前，政策合力不断增强，政策效应逐渐显现。

经初步核算，2022 年一季度，中国国内生产总值 27.02 万亿元，按不变价计算，同比增长 4.80%，较上季度两年平均增速（5.19%）有所回落；环比增长 1.30%，高于上年同期（0.50%）但不及疫情前 2019 年水平（1.70%）。

三大产业中，第三产业受疫情影响较大。2022 年一季度，第一、二产业增加值同比增速分别为 6.00%和 5.80%，工农业生产总体稳定，但 3 月受多地疫情大规模复发影响，部分企业出现减产停产，对一季度工业生产造成一定的拖累；第三产业增加值同比增速为 4.00%，不及上年同期两年平均增速（4.57%）及疫情前 2019 年水平（7.20%），接触型服务领域受到较大冲击。

表 2　2021 一季度至 2022 年一季度中国主要经济数据

项目	2021 年 一季度	2021 年 二季度	2021 年 三季度	2021 年 四季度	2022 年 一季度
GDP 总额（万亿元）	24.80	28.15	28.99	32.42	27.02
GDP 增速（%）	18.30(4.95)	7.90(5.47)	4.90(4.85)	4.00(5.19)	4.80
规模以上工业增加值增速（%）	24.50(6.79)	15.90(6.95)	11.80(6.37)	9.60(6.15)	6.50
固定资产投资增速（%）	25.60(2.90)	12.60(4.40)	7.30(3.80)	4.90(3.90)	9.30
房地产投资（%）	25.60(7.60)	15.00(8.20)	8.80(7.20)	4.40(5.69)	0.70
基建投资（%）	29.70(2.30)	7.80(2.40)	1.50(0.40)	0.40(0.65)	8.50
制造业投资（%）	29.80(-2.0)	19.20(2.00)	14.80(3.30)	13.50(4.80)	15.60
社会消费品零售（%）	33.90(4.14)	23.00(4.39)	16.40(3.93)	12.50(3.98)	3.27
出口增速（%）	48.78	38.51	32.88	29.87	15.80
进口增速（%）	29.40	36.79	32.52	30.04	9.60
CPI 涨幅（%）	0.00	0.50	0.60	0.90	1.10
PPI 涨幅（%）	2.10	5.10	6.70	8.10	8.70
社融存量增速（%）	12.30	11.00	10.00	10.30	10.60
一般公共预算收入增速（%）	24.20	21.80	16.30	10.70	8.60
一般公共预算支出增速（%）	6.20	4.50	2.30	0.30	8.30
城镇调查失业率（%）	5.30	5.00	4.90	5.10	5.80
全国居民人均可支配收入增速（%）	13.70(4.53)	12.00(5.14)	9.70(5.05)	8.10(5.06)	5.10

注：1.GDP 数据为当季值，其他数据均为累计同比增速；2.GDP 总额按现价计算，同比增速按不变价计算；3.出口增速、进口增速均以美元计价统计；4.社融存量增速、城镇调查失业率为期末值；5.全国居民人均可支配收入增速为实际同比增速；6.2021 年数据中括号内为两年平均增速

资料来源：联合资信根据国家统计局、中国人民银行和 Wind 数据整理

需求端，消费市场受到疫情冲击较大，固定资产投资增速处于相对高位，出口仍保持较高景气度。消费方面，2022 年一季度社会消费品零售总额 10.87 万亿元，同比增长 3.27%，不及上年同期两年平均增速水平（4.14%），主要是 3 月疫情对消费，特别是餐饮等聚集型服

务消费，造成了较大冲击。投资方面，2022 年一季度全国固定资产投资（不含农户）10.49 万亿元，同比增长 9.30%，处于相对高位。其中，房地产开发投资继续探底；基建投资明显发力，体现了“稳增长”政策拉动投资的作用；制造业投资仍处高位，但 3 月边际回落。外贸方面，出口仍保持较高景气度。2022 年一季度中国货物进出口总额 1.48 万亿美元，同比增长 13.00%。其中，出口 8209.20 亿美元，同比增长 15.80%；进口 6579.80 亿美元，同比增长 9.60%；贸易顺差 1629.40 亿美元。

CPI 同比涨幅总体平稳，PPI 同比涨幅逐月回落。2022 年一季度 CPI 同比增长 1.10%，猪肉等食品价格下跌对冲了部分能源价格上涨推动的上行空间。一季度 PPI 同比增长 8.70%，各月同比增速回落幅度有所收敛；PPI 环比由降转升，上行动力增强，输入型通胀压力抬升。地缘政治等因素导致国际能源和有色金属价格剧烈波动，带动国内油气开采、燃料加工、有色金属等相关行业价格上行。

社融总量扩张，财政前置节奏明显。2022 年一季度新增社融规模 12.06 万亿元，比上年同期多增 1.77 万亿元；3 月末社融规模存量同比增长 10.60%，增速较上年末高 0.30 个百分点。从结构看，财政前置带动政府债券净融资大幅增长，是支撑社融扩张的主要动力，一季度政府债券净融资规模较上年同期多增 9238 亿元。其他支撑因素包括对实体经济发放的人民币贷款和企业债券净融资较上年同期分别多增 4258 亿元和 4050 亿元。

财政收入运行总体平稳，民生等重点领域支出得到有力保障。2022 年一季度，全国一般公共预算收入 6.20 万亿元，同比增长 8.60%，财政收入运行总体平稳。其中，全国税收收入 5.25 万亿元，同比增长 7.70%，主要是受工业企业利润增长带动，但制造业中小微企业缓税政策延续实施等因素拉低了税收收入增幅。支出方面，2022 年一季度全国一般公共预算支出 6.36 万亿元，同比增长 8.30%，为全年预算的 23.80%，进度比上年同期加快 0.30 个百分点。民生等重点领域支出得到了有力保障，科学技术、教育、农林水、社会保障和就业、卫生健康支出同比分别增长 22.40%、8.50%、8.40%、6.80%、6.20%。

稳就业压力有所加大，居民收入稳定增长。2022 年一季度，城镇调查失业率均值为 5.53%，其中 1 月、2 月就业情况总体稳定，调查失业率分别为 5.30%、5.50%，接近上年同期水平，环比小幅上升，符合季节性变化规律；而 3 月以来局部疫情加重，城镇调查失业率上升至 5.80%，较上年同期上升 0.50 个百分点，稳就业压力有所增大。2022 年一季度，全国居民人均可支配收入 1.03 万元，实际同比增长 5.10%，居民收入稳定增长。

2. 宏观政策和经济前瞻

把稳增长放在更加突出的位置，保持经济运行在合理区间，实现就业和物价基本稳定。2022 年 4 月，国务院常务会议指出，要把稳增长放在更加突出的位置，统筹稳增长、调结构、推改革，切实稳住宏观经济大盘。保持经济运行在合理区间：部署促进消费的政策举措，助力稳定经济基本盘和保障改善民生；决定进一步加大出口退税等政策支持力度，促进外贸平稳发展；确定加大金融支持实体经济的措施，引导降低市场主体融资成本。实现就业和物价基本稳定：着力通过稳市场主体来保就业；综合施策保物流畅通和产业链供应链稳定，保粮食能源安全。

疫情叠加外部局势影响，经济稳增长压力加大。生产端，停工停产、供应链受阻以及原材料价格上涨对工业生产的拖累还需关注；需求端，投资对经济的拉动作用有望提升，可能主要依靠基建投资的发力；国内疫情的负面影响短期内或将持续，制约消费的进一步复苏；在俄乌局势紧张、美联储货币政策加速紧缩等国际背景下，叠加上年基数攀升的影响，出口对于经济的支撑大概率会逐步回落。有鉴于此，

IMF、世界银行等国际机构均降低了对中国经济增长的预测。预计未来经济增长压力仍然较大，实现 5.50%增长目标的困难有所加大。

五、行业及区域经济环境

1. 零售行业

2021 年实体零售企业持续受疫情影响，大型连锁超市企业经营业绩同比显著下降，部分企业出现亏损。百货、购物中心等业态经营情况有所好转，但部分企业经营业绩仍同比下降，线上消费仍为重要渠道之一。

2021 年，社会消费品零售总额 440823 亿元，比上年增长 12.5%。按经营地统计，城镇消费品零售额 381558 亿元，增长 12.5%；乡村消费品零售额 59265 亿元，增长 12.1%。按消费类型统计，商品零售额 393928 亿元，增长 11.8%；餐饮收入额 46895 亿元，增长 18.6%。

全年限额以上单位商品零售额中，粮油、食品类零售额比上年增长 10.8%，饮料类增长 20.4%，烟酒类增长 21.2%，服装、鞋帽、针纺织品类增长 12.7%，化妆品类增长 14.0%，金银珠宝类增长 29.8%，日用品类增长 14.4%，家用电器和音像器材类增长 10.0%，中西药品类增长 9.9%，文化办公用品类增长 18.8%，家具类增长 14.5%，通讯器材类增长 14.6%，建筑及装潢材料类增长 20.4%，石油及制品类增长 21.2%，汽车类增长 7.6%。

分季度看，2021 年一季度，社会消费品零售总额同比呈增长趋势，峰值为同比增长 34.2%，二季度开始，社会消费品零售总额同比增速持续下降，到 2022 年 3 月初，受新一轮疫情影响，社会消费品零售总额呈同比减少趋势。

图 1　社会零售总额分月同比增速



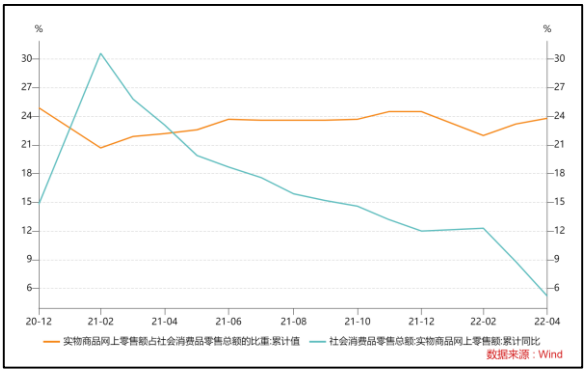
资料来源：Wind

新冠肺炎疫情冲击下，首当其冲的是实体零售企业，网上零售虽也受到冲击，但增速始终维持正增长。受居家隔离、餐饮停业、农贸市场关停、社区团购兴起等多种因素驱动，大型连锁超市企业 2021 年经营下滑显著，部分企业出现亏损。2021 年，超市龙头企业永辉超市实现营业收入和净利润分别为 910.62 亿元和-44.22 亿元，同比分别下降 2.29%和 371.87%。家家悦实现营业收入和净利润分别为 174.33 亿元和-3.54 亿元，同比分别增长 4.52%和下降 188.11%。

百货、购物中心、奥莱业态在疫情暂缓期间保持一定规模客流，部分企业经营业绩好于同期。2021 年，百货龙头企业王府井实现营业收入和净利润分别为 127.53 亿元和 13.78 亿元，同比分别增长 10.55%和 218.05%。百联股份实现营业收入和净利润分别为 346.50 亿元和 6.33 亿元，同比分别下降 1.62%和 17.00%。

线上渠道方面，在疫情影响下居民外出意愿下降，加速居民电商消费习惯培养，直播电商、社区团购等新兴业态快速兴起，行业内竞争激烈程度快速提升。全年实物商品网上零售额 108042 亿元，按可比口径计算，比上年增长 12.0%，增速同比有所下降？，占社会消费品零售总额的比重为 24.5%。

图 2　近年来线上商品渗透率



资料来源：Wind

2022 年一季度，社会消费品零售总额 108659 亿元，同比增长 3.3%。按消费类型分，一季度商品零售 98006 亿元，同比增长 3.6%；餐饮收入 10653 亿元，增长 0.5%。3 月份，商品零售 31298 亿元，同比下降 2.1%；餐饮收入 2935 亿元，下降 16.4%。一季度，全国网上零售额 30120 亿元，同比增长 6.6%。受 2022 年二季度以来多地疫情爆发影响，全年实体零售行业企业经营承压。

2．区域经济环境

跟踪期内，湖南省经济及居民人均可支配收入实现快速增长，为省内零售业提供了良好的发展环境。

据湖南省统计局公布的《湖南省2021年国民经济和社会发展统计公报》，湖南省全年完成地区生产总值46063.1亿元，比上年增长7.7%；两年平均增长5.7%，高于全国平均水平。其中，第一产业增加值4322.9亿元，增长9.3%；第二产业增加值18126.1亿元，增长6.9%；第三产业增加值23614.1亿元，增长7.9%。按常住人口计算，人均地区生产总值69440元，增长7.8%。

全年社会消费品零售总额18596.9亿元，比上年增长14.4%。分经营地看，城镇消费品零售额16082.3亿元，增长14.5%；乡村消费品零售额2514.6亿元，增长13.6%。分消费类型看，商品零售额16326.0亿元，增长13.6%；餐饮收入额2270.8亿元，增长20.6%。分区域看，长株潭地区社会消费品零售总额7228.4亿元，增长14.5%；湘南地区社会消费品零售总额3768.4亿元，增长14.2%；大湘西地区社会消费品零售总额3338.9亿元，增长13.8%；洞庭湖地区社会消费品零售总额4261.0亿元，增长14.8%。

全年限额以上法人批发和零售业商品零售额5799.2亿元，比上年增长4.0%。分商品类别看，粮油、食品类零售额增长23.9%，家用电器和音像器材类增长10.4%，汽车类增长10.2%。全年实物商品网上零售额1755.2亿元，比上年增长12.1%，占社会消费品零售总额的比重为9.4%。

全年全省居民人均可支配收入31993元，比上年增长8.9%；人均可支配收入中位数25834元，增长8.6%。按常住地分，城镇居民人均可支配收入44866元，增长7.6%；城镇居民人均可支配收入中位数40177元，增长7.2%。农村居民人均可支配收入18295元，增长10.3%；农村居民人均可支配收入中位数16496元，增长11.2%。

2022年一季度，湖南省社会消费品零售总额4455.88亿元，同比增长4.4%。其中，餐饮收入558.4亿元，商品零售实现3897.5亿元。

六、基础素质分析

1．产权状况

截至2022年5月底，公司股东包括9名自然人、联志投资有限公司以及长沙高晟，其中王填持股57.45%，其他股东合计持股42.55%；王填为公司控股股东及实际控制人。

2．企业规模及竞争力

公司零售主业突出，在行业内仍保持较强竞争优势。跟踪期内，面对巨变的行业环境，公司关闭多家盈利能力弱的超市门店，同时积极开拓数字化业务。

公司以超市、百货为核心发展业态，立足湖南省中小城市，辐射周边农村市场。2021 年，公司在中国连锁经营协会发布的“2021 年中国连锁百强”中排名第 9 位，较上年提升 3 位。

公司连锁超市及百货业务主要由下属上市公司步步高股份经营，截至 2021 年底，步步高股份资产总额为 323.43 亿元，所有者权益合计 76.91 亿元；2021 年实现营业总收入 133.61 亿元，同比下降 15.09%，利润总额-0.26 亿元（上年同期 1.38 亿元）。

连锁超市是公司的传统核心业务，门店分布在湖南省、江西省、广西省和四川省的二、三线城市，湖南省和广西省内市场占有率排名第一，形成了区域性规模优势。跟踪期内，面对巨变的行业环境，公司 2021 年新开门店 25 家，关闭 52 家扭亏无望或物业无法续租的门店。截至 2022 年 3 月底，公司超市业态门店合计 329 家，其中大卖场 300 家。从分布区域看，湖南省门店 209 家，江西省 41 家，广西省 49 家，四川省 30 家。

百货业务是公司继超市业务之后发展的零售业务。公司百货业态包括步步高广场、步步高百货、步步高城市生活广场等。截至 2022 年 3 月底，公司拥有百货门店 45 家，其中自有物业百货门店 23 家。从分布区域看，湖南省 31 家，江西省 3 家，广西省 6 家，四川省 5 家。

2018 年初，公司引入腾讯、京东作为战略投资者，三方在数字化合作方面持续推进。截至 2021 年底，公司实现数字化会员 3089 万。2021 年纯新客 610 万，动销率 60%。公司超市上线“Better 购”小程序门店 371 家，自助收银门店 369 家，到家门店 371 家，社群覆盖门店 353 家，社群数量 20873 个。

作为连锁零售企业，公司不断提升物流配送能力和效率，拥有湖南、广西、江西和四川四大省级中央园区共 29 余个常温、保鲜、冷冻、冷藏、保税等各类型仓库，截至 2022 年 3 月底，公司仓库面积共计 39.24 万平方米，其中自有仓库面积为 32.40 万平方米。

3. 企业信用记录

公司本部过往债务履约情况良好。

根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告》（统一社会信用代码：91430300745939848T），截至2022年6月9日，公司本部无不良贷款及欠息记录，企业信用记录良好。

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，未发现公司存在逾期或违约记录，历史履约情况良好。

截至2022年5月30日，联合资信未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

七、管理分析

跟踪期内，公司在高级管理人员、法人治理结构和管理制度等方面无重大变化。

八、重大事项

1. 引入战略投资人

公司增加注册资本并引入长沙高晟作为新进股东有助于增强资本实力、优化股权结构。

公司 2022 年 5 月发布《关于增加注册资本及变更股权结构》的公告，根据股东决议，同意增加长沙高晟为公司的新股东，同意公司注册资本从 100000 万元增加至 121768.2701 万元，增加部分由新股东全部认购。股权结构变更后，长沙高晟认购公司股份 21768.2701 万元，持股比例为 17.88%，为公司第二大股东。长沙高晟控股股东为长沙麓谷投资发展有限公司，实控人为长沙高新技术产业开发区管理委员会。

上述股权变更及增资已完成，2022 年 5 月 10 日公司已取得长沙高新技术产业开发区管理委员会市场监督管理局核发的新营业执照。

本次增加注册资本以及引入长沙高晟作为公司新股东有助于公司增强资本实力。

表 3 公司股权结构情况

变更前		变更后	
股东	持股比例	股东	持股比例
王填	69.96	王填	57.45
长沙高晟	--	长沙高晟	17.88
张海霞	18.04	张海霞	14.82
联智投资有限公司	10.00	联智投资有限公司	8.21
其他自然人股东	2.00	其他自然人股东	1.64
合计	100.00	合计	100.00

资料来源：公开资料，联合资信整理

2．发行类 REITs 产品

步步高股份金星路步步高广场不动产资产证券化（REITs）项目完成发行，有利于盘活资产，对利润形成一定补充，步步高集团作为增信方，承担一定或有负债风险。

公司子公司步步高股份于2021年7月1日公告《关于金星路步步高广场REITs产品发行的公告》，根据深圳证券交易所《关于建信资本“建信资本-招商创融-步步高资产支持专项计划”符合深交所挂牌条件的无异议函》（深证函〔2019〕560号），“建信资本-招商创融-步步高资产支持专项计划”已完成发行，发行规模7.80亿元，于2021年6月30日正式成立，其中优先A类资产支持证券发行规模为3.35亿元，优先B类资产支持证券发行规模为2.10亿元，中间级资产支持证券发行规模为1.60亿元，次级资产支持证券发行规模为0.75亿元；该专项计划预期到期日为2038年6月22日（如该日为非工作日顺延至该日后的第一个工作日），其中优先A类资产支持证券按每半年付息，按计划固定还本；优先B类和中间级资产支持证券每半年付息，到期一次还本；次级资产支持证券到期一次性分配。

根据2021年公司审计报告，金星路步步高广场不动产资产证券化（REITs）项目的发行确认投资收益4.11亿元。

本次资产支持专项计划的标的资产为金星路步步高广场，位于湖南省长沙市岳麓区金星中路428号，根据戴德梁行出具的房地产估价报告，物业资产估价为10.90亿元。标的资产所产生的运营收入是资产支持证券偿付的主要资金来源。

上述资产支持证券由步步高集团作为增信机构（业绩补偿差额承诺人、流动性支持机构、优先收购权人、差额支付承诺人），即：①如在物业资产运营收入计算日对应的物业资产收入回收期，物业资产实现的运营净收入低于必备金额（即存在运营缺口），步步高集团应补足相应差额。②如果截至某一退出行权日前15个工作日已进行退出登记并确认完成退出的资产支持证券份额少于该日对应的退出登记期内申请退出并经确认的资产支持证券份额，则差额部分由步步高集团购买。③步步高集团取得优先收购权，于专项计划每个权利维持费支付日，向专项计划账户支付权利维持费。④步步高集团不可撤销地承诺在专项计划存续期间，若发生差额支付事件，由步步高集团提供差额补足。

总体看，步步高股份将下属物业资产进行资产证券化，一定程度盘活现有物业资产，并对公司利润形成一定补充。但考虑到步步高集团对资产支持专项计划提供较强增信措施，未来在专项计划开放日及到期日，公司存在一定或有负债风险。

3．步步高股份筹划与湖南兴湘投资控股集团有限公司开展合作

2022年6月16日，步步高股份发布《关于筹划与湖南兴湘投资控股集团有限公司开展相关合作的提示性公告》称，为满足步步高股份未来业务发展需要，优化资金结构，拟与湖南兴湘投资控股集团有限公司（以下简称“兴湘集团”）开展相关合作，合作方式包括但不限于向兴湘集团融资或其他相关合作。兴湘集团由湖南省人民政府国有资产监管管理委员会持股100%。

截至2022年6月19日，上述事项处于接洽和商讨阶段，尚未签署正式合作协议，联合资

信将持续关注上述事项的进展情况。

九、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，公司主营业务收入受到超市客流量下降的影响持续下降，毛利率存在小幅波动。

跟踪期内，公司营业总收入持续下降，2021年为139.52亿元，同比下降14.97%。其中，主营业务收入为113.54亿元，同比下降19.31%，其他业务收入25.98亿元，同比增长16.03%，主要为租金、物业管理收入等。

分板块来看，跟踪期内，超市业务仍为公司的主要收入来源，2021年收入同比下降20.54%至100.16亿元，主要系疫情防控常态化和社区团购导致客流量显著下降所致；百货业务收入同比无变化，批发业务仍规模很小；其他业务板块主要包括物流、广告及部分自建物业配套的房地产对外销售收入等，2021年收入同比下降至6.74亿元。

毛利率方面，跟踪期内，超市业务毛利率同比变化不大，为18.30%，是公司毛利润的主要来源；净额法下，公司百货业务保持高毛利，为75.06%；批发业务毛利率同比有所下降，主要系采购成本有所增长所致。2021年，公司综合毛利率同比变动不大，为21.82%。

2022年一季度，公司超市业务收入为24.56亿元，同比下降25.53%，主要系宏观经济下行以及疫情反复，居民消费信心下降等因素持续对实体零售业形成冲击所致，受此影响，公司2022年一季度实现主营业务收入26.86亿元，同比下降45.57%。同期，综合毛利率为20.49%，同比小幅增长，其中，其他业务毛利率为-24.86%，主要系步步高置业亏损规模扩大所致。

表4 公司主营业务收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	主营业务收入				收入占比				毛利率			
	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1-3 月	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1-3 月	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1-3 月
超市	129.21	126.05	100.16	24.56	70.82	89.58	88.21	91.45	16.53	18.14	18.30	19.39
百货	41.00	5.93	5.93	1.43	22.47	4.21	5.22	5.33	14.56	78.92	75.06	65.76
批发	0.71	0.56	0.73	0.05	0.39	0.40	0.64	0.17	10.07	10.08	6.91	10.08
其它	11.52	8.17	6.74	0.82	6.32	5.81	5.93	3.05	21.92	20.76	28.92	-24.86
合计	**182.45**	**140.71**	**113.54**	**26.86**	**100.00**	**100.00**	**100.00**	**100.00**	**16.40**	**20.82**	**21.82**	**20.49**

注：公司于 2020 年 1 月 1 日起执行《企业会计准则第 14 号-收入》，零售联营模式采用净额法确认收入；自 2019 年 11 月起，公司将家电业务收入并入超市业务收入；不包括在主营业务中的其他业务收入主要为租金收入、物业管理费、营销服务收入等
资料来源：公司提供

2. 超市板块

跟踪期内，公司超市业态在区域内保持较强的网络布局优势，但疫情影响下实体零售业经营承压，公司关闭了部分扭亏无望或无法续租的门店，超市门店数量有所下降，门店构成仍以大卖场为主，经营效率有所下降。

（1）经营模式

公司超市业态根据门店规模、商品及服务特点主要分为大卖场和综合超市两种子业态。大卖场品种较齐全，是满足顾客一次性购齐的零售业态门店，面积在2500平米以上，采取独立门店或与嵌入公司百货实体店内经营两种形式；综合超市是用以满足社区消费者日常生活需要的零售业态门店，面积在2500平米及以下。

2021 年，受零售行业竞争加剧、刚性成本上升、社区团购持续冲击的影响，公司关闭了 52 家扭亏无望或物业无法续租的门店，新开 25 家门店。截至 2021 年底，公司大卖场较上年底净减少 17 家，综合超市较上年底净减少 11 家。2022 年一季度，大卖场和综合超市数量继续下降，其中大卖场较 2021 年底净减少 12 家，

综合超市较 2021 年底净减少 2 家。截至 2022 年 3 月底，公司超市业态合计 329 家，其中大卖场 303 家。

从分布区域看，公司超市门店主要分布在湖南省、江西省、广西省和四川省的二、三线城市，截至 2022 年 3 月底，湖南省门店 209 家（占 63.53%），江西省 41 家，广西省 49 家，四川省 30 家。

表5　公司超市门店情况（单位：家、平方米、万人）

区域		2019 年底		2020 年底		2021 年底		2022 年 3 月底	
		大卖场	综合超市	大卖场	综合超市	大卖场	综合超市	大卖场	综合超市
门店数量	湖南	192	34	202	33	192	27	184	25
	江西	41	2	44	3	41	1	40	1
	广西	50	--	55	--	52	--	49	--
	四川	27	2	31	1	30	-	30	--
	合计	**310**	**38**	**332**	**37**	**315**	**28**	**303**	**26**
净营运面积		1305481	66654	1344097	63288	1292276.49	49988.00	1254609.49	46636.00
月均客流量			1163		1106		1032		1089

资料来源：公司提供

公司超市门店除少数自有外，大多通过租赁取得，占门店总数的85%以上，公司超市门店租赁期限为15～20年，租赁价格涨幅在租赁合同中明确体现，大多每3～5年调整一次，且合同到期时公司享受优先续约。由于门店历史开业时点较为分散，未来租赁到期时间也较为分散。对于到期门店，公司采取谈判降租的方式，冲抵新店带来租金成本的提高，公司未来将持续面临租金上涨压力和续租风险。

（2）采购及配送

跟踪期内，公司超市业务在采购渠道、采购方式和账期等方面无重大变化。

2021 年，公司超市业务前五大供应商采购额共计 9.01 亿元，占超市业务总采购额的比重为 13.83%，集中度较低。

表 6　2021 年公司超市业务前五大供应商采购情况

（单位：万元、%）

供应商	采购金额	占超市板块总采购额比重
福建恒安集团厦门商贸有限公司	30168.15	4.63
宝洁（中国）营销有限公司	15578.59	2.39
漯河双汇食品销售有限公司	15523.29	2.38
贵州茅台酒销售有限公司	14957.17	2.29
盐津铺子食品科技有限公司	13899.01	2.13
合计	**90126.21**	**13.83**

资料来源：公司提供

公司超市物流模式分为配送、直通、直送三种方式，2021 年采购额分别占总采购额的 63.04%、27.80%和 9.16%，同比变动不大。截至 2022 年 3 月底，公司采用自有物流及第三方物流占比分别为 7.72%和 92.28%，公司自有物流车辆 66 台，投资成本约为 1372.75 万元。

仓储方面，截至 2022 年 3 月底，公司拥有湖南、广西、江西和四川四大省级中央园区共 29 余个常温、保鲜、冷冻、冷藏、保税等各类型仓库，仓储总面积约为 39.24 万平方米，其中自有仓库面积为 32.40 万平方米。2021 年，公司物流中心月均吞吐量 8.68 万吨，商品配送金额 63.20 亿元，2022 年 1－3 月，公司物流中心月均吞吐量为 5.17 万吨，商品配送金额 12.98 亿元，截至 2022 年 3 月底，物流中心储存货物金额 1.64 亿元。

此外，公司与京东到家业务、供应链、线上平台等方面合作不断深入，与京东合作的到家业务已经覆盖湖南、广西、江西、四川等省份的所有省会市场以及部分重点城市；凭借公司自身区域内完善齐全的供应链和仓储物流，

同时借助京东线上强大的供应链网络，公司的议价和后端供应能力大幅加强；同时，尚电 •京东之家首店已在步步高梅溪新天地落地。

未来，公司将不断加强与物流行业龙头企业学习与合作，在业务拓展、服务与效率提升等方面不断夯实，快速发展三方业务，全面提升公司的物流水平。

（3）销售

超市店内陈设由超市事业部本部统筹管理，于新店开业前全部完成。公司采用 AC 尼尔森公司 SPACEMAN 商品陈列系统，对所有超市门店商品分区和陈列进行全面更新，实现了总部直接管控所有门店的商品陈列并针对消费者的品类制定营销计划。公司结合电视、电台、短信、APP、微信、微博等多种渠道进行商品促销，包括广告投入在内的营销费用约占收入的 1%。

跟踪期内，公司持续推进线上线下融合，截至 2021 年底，公司实现数字化会员 3089 万名，2021 年数字化会员销售同比增长 20.03%。2021 年纯新客 610 万名，线上交易额 18.8 亿元，数字化会员动销率达 60%。公司超市上线 Better 购小程序门店 371 家，自助收银门店 369 家，到家门店 371 家，社群覆盖门店 353 家，社群数量 20873 个。

表 7　公司超市业务人力资源效率情况

项目	2019 年	2020 年	2021 年
门店数量（家）	348	369	343
员工数量（万人）	1.71	1.55	1.45
员工劳效（万元/人）	71.76	75.48	68.77
人力成本率（%）	7.13	6.95	7.32

注：员工劳效=超市主营业务收入/员工数量；人力成本率=人力成本/超市主营业务收入；2019 年因架构调整将管理人员计入员工数量
资料来源：公司提供

人力成本管控方面，数字化转型建设下，公司推行一岗多能，根据营业高峰和低谷时段进行科学排班，动态用工，对员工进行定时和不定时培训及考核。2021年，公司超市门店数量有所下降，员工人数继续下降，因超市业务收入下降导致员工劳效下降，人力成本占超市业务收入的比重提升。

3. 百货板块

跟踪期内，公司百货门店数量有所下降，物业仍以自持为主，资金回收压力大。

（1）经营概况

百货业务是公司继超市业务之后发展的零售业务，主要分为步步高广场、流行百货店和生活广场三种形态店面。步步高广场以休闲为主题，可以独立形成商圈，50%以上面积提供服务而非商品销售，净营运面积在 2 万平方米以上，占百货业态总面积近 65%。流行百货店以商品销售为主，提供消费者家居生活的必需商品，净营运面积在 5 千至 2 万平米不等。生活广场以“生活”作为整个卖场设计和商品组合的灵魂，集商业、百货、超市、餐饮娱乐为一体，以满足日常生活所需作为立足点，以社区购物中心为主。

2021 年，公司无新开百货门店，关闭百货门店 8 家（均为租赁门店）；2022 年 1—3 月，公司新开百货门店 2 家，为广场九华店和星城天地购物中心，均为自有物业。截至 2022 年 3 月底，公司拥有百货门店 45 家，其中自有物业百货门店 23 家。从分布区域看，湖南省 31 家，江西省 3 家，广西省 6 家，四川省 5 家。由于公司百货业务主要经营区域为二、三线城市，居民消费能力有限，目前盈利能力较行业平均水平偏低。

表 8　截至 2022 年 3 月底公司百货门店情况

门店类型	门店位置	开业时间	物业类型
步步高广场	湖南	2001.09	自有
	湖南	2009.12	租赁
	湖南	2011.09	自有
	湖南	2011.12	自有
	江西	2012.09	自有
	湖南	2013.01	租赁
	广西	2013.09	租赁

	湖南	2014.01	自有
	湖南	2015.11	自有
	湖南	2016.1	自有
	湖南	2016.6	自有
	湖南	2016.11	租赁
	广西	2017.12	自有
	四川	2017.12	自有
	湖南	2017.12	自有
	江西	2019.01	自有
	湖南	2019.12	租赁
	湖南	2020.09	自有
	湖南	2022.01	自有
	湖南	2022.01	自有
流行百货店	湖南	2004.1	自有
	湖南	2005.09	自有
	湖南	2006.1	租赁
	湖南	2007.09	租赁
	湖南	2008.05	租赁
	江西	2009.05	租赁
	湖南	2012.05	租赁
	湖南	2012.09	租赁
	湖南	2013.09	自有
	湖南	2014.09	租赁
	湖南	2018.12	租赁
	广西	2012.09	租赁
	广西	2002.01	租赁
	广西	2005.09	自有
	广西	2006.08	租赁
	四川	2008.11	租赁
	四川	2004.12	租赁
	四川	2014.01	租赁
	四川	2017.01	租赁
生活广场店	湖南	2010.1	自有
	湖南	2013.03	租赁
	湖南	2013.11	自有
	湖南	2016.9	自有
	湖南	2018.08	自有
	湖南	2018.12	租赁

注：新增门店数量和表格中数量略微差异系升级改造和门店合并所致
资料来源：公司提供

公司百货门店起初主要以租赁为主，租赁期为15至20年，且多为2020－2030年到期。为应对租金成本的上升，公司通过全资子公司步步高置业有限责任公司（以下简称“步步高置业”，具有房地产二级开发资质）持续加大自有物业的开发，同时进行自有物业管理。截至2021年底，公司租赁面积及自有面积分别为49.75万平方米和100.14万平方米，其中租赁面积受关店影响较上年底有所下降，自有面积较2020年底小幅增长；2022年3月底，公司租赁面积较2021年底无变化，自有面积因新开业广场九华店和星城天地购物中心而增长至114.25万平方米。2021年，公司百货业态平均租金小幅下降至30.67元/平方米/月。2021年随疫情影响减弱，公司百货业务月均客流量同比小幅回升至61.45万人，2022年一季度月均客流量持续回升。

表9　公司百货门店物业和经营情况
（单位：万平方米、万人、元/平方米/月）

项目	2019年	2020年	2021年	2022年3月
租赁面积	73.14	67.93	49.75	49.75
自有面积	84.21	95.74	100.14	114.25
月均客流量	74.55	59.33	61.45	65.84
平均租金	33.42	31.68	30.67	30.69

注：表中“面积”均为净营运面积
资料来源：公司提供

（2）业务模式

从经营模式看，公司百货业务中，商品经营以联营为主，自营为辅；附加的餐饮、影院等配套服务业务以租赁为主。公司从2020年起执行新收入准则，联营模式下收入由总额法调整为净额法，2021年，百货业务收入为5.93亿元，同比变动不大。

跟踪期内，公司商品采购方式无重大变化。2021年，公司百货板块前5大供应商采购额共计4.38亿元，占百货业务总采购额的比重为11.45%，集中度低。

表10　2021年公司百货板块前五大供应商采购情况
（单位：万元、%）

供货商	供货金额	占比	结算方式
张家港保税区德辉	11428.57	2.98	半月结算

珠宝金行有限公司			
深圳市吉盟珠宝股份有限公司	8718.14	2.28	半月结算
百丽鞋业（长沙）有限公司	8127.48	2.12	月结
陕西宝胜贸易有限公司长沙分公司	8015.71	2.09	月结
湖南锐宾商贸有限公司	7553.54	1.97	月结
合计	**43843.44**	**11.45**	**--**

资料来源：公司提供

在经营管理上，公司注重不断优化商品的组合和陈列方式来引导消费者的需求，同时，大力推广会员制，会员群体已逐步成为公司销售收入的稳定来源。截至2022年3月底，公司各百货店共拥有会员631万名，2021年会员消费总额为33.95亿元，占百货业务消费总额的84.23%。

联合资信关注到，随着公司持续开发自有物业，开店费用及成本增长加快，且多数新开门店处于培育阶段，公司资金周转及经营业绩面临较大压力。

3. 其他业务

跟踪期内，公司地产业务经营实体持续亏损，对公司主业业绩形成一定拖累，且存量项目主要位于三、四线城市，资金占用规模大，存在一定去化压力。

公司依托于主业经营开展批发、物流、广告和商业物业开发业务。2021年批发业务为0.73亿元，同比增长30.36%。

公司商业物业开发业务服务于整体发展战略，为公司打造自有商业物业，以带动主力百货、大型超市的开业运营，规避租金不断上涨的风险，除自持百货门店外，公司配套开发部分住宅、商铺、公寓等，主要由下属子公司步步高置业开发建设，项目分布于长沙、湘潭、吉安、怀化等三、四线城市。截至2021年底，步步高置业资产总额45.00亿元，所有者权益0.11亿元（较上年底下降93.24%，主要系当期亏损规模扩大导致未分配利润大幅下滑所致），2021年步步高置业实现营业收入14.89亿元，净利润-1.08亿元，亏损规模同比增长，主要系房地产行业受到疫情、宏观调控和控制资金流入房地产等政策的影响，房地产企业成本上升收入减少。截至2022年3月底，公司拥有自建、自持主力百货门店21家，除九华项目、怀化项目、梅溪湖项目及长沙星城项目有部分住宅、公寓销售，其他物业均为商业物业。截至2021年底，步步高置业存货账面价值22.48亿元，其中开发成本9.90亿元，开发产品12.59亿元，竣工未售项目规模较大，存在一定去化压力。

2022年，步步高置业物业销售及物业运营收入受疫情影响有所下滑，实现收入4.60亿元，同比下降23.08%；2022年1－3月，物业销售及物业运营收入0.26亿元。

2015年5月公司成立长沙高新开发区步步高小额贷款有限公司（以下简称“小额贷款公司”），注册资本3亿元，小额贷款公司主要业务对象为公司的供应链客户，具体风控措施包括：客户作为公司的供应链客户，主要以其在公司的应收货款、应收工程款、应收租金或者存货作为质押，其次为客户房产及其他资产抵押以及客户关联公司（人）保证担保等。截至2021年底，小额贷款公司资产总额为9.68亿元，所有者权益为4.83亿元；2021年小额贷款公司实现收入1.05亿元，利润总额0.05亿元。截至2022年3月底，小额贷款公司贷款余额9.03亿元，关注类贷款101.83万元。

4. 经营效率

公司经营效率有待提升。

2021年，公司销售债权周转次数、存货周转次数和总资产周转次数分别为42.95次、2.19次和0.37次，同比均有所下滑。由于公司自持物业及地产项目占比较高，导致公司存货周转次数和总资产周转次数较同行业企业处于较低水平。

表 11　2021 年同行业公司经营效率对比情况

（单位：次）

公司全称	存货周转率	应收账款周转率	总资产周转率
北京京客隆商业集团股份有限公司	5.72	11.57	1.39
家家悦集团股份有限公司	5.95	183.85	1.42
中百控股集团股份有限公司	5.26	90.57	1.12
利群商业集团股份有限公司	3.18	35.55	0.54
广州广百股份有限公司	18.43	164.79	0.86
上述中位数	**5.72**	**90.57**	**1.12**
公司	**2.19**	**42.93**	**0.37**

注：为了增加可比性，表中公司指标计算公式与 Wind 保持一致
资料来源：Wind，联合资信根据公开资料整理

5. 未来发展

公司的发展战略为双业态区域领先，以双业态、跨区域、密集式开店并结合数字化智慧零售实现线上线下的全覆盖。2022年公司着力内生增长，稳中求进，向内谋求高质量发展，向外共生共赢。公司在强化经营的同时做好疫情防控，积极构建具有竞争力的供应链、精细化运营门店、稳步推进数字化建设等，全力推进公司稳健发展。

6. 在建及拟建项目

公司在建及拟建项目后续资金需求大，面临较大的资本支出压力。

截至2022年3月底，公司在建及拟建项目计划投资总额31.16亿元，已投资17.64亿元，尚需投资13.52亿元，主要投资用于自建物业、仓储物流园项目等，后续资金需求大且均依靠自筹，公司面临较大资本支出压力。

怀化项目位于怀化市人民西路以北、迎丰路以南、鹤州路以东，项目占地面积约为3.50万平方米，建筑面积约10万平方米。该项目将建设成一个复合型、多功能商业区域，集“购物、休闲、娱乐”为一体的综合性城市商业中心，建成后全部为公司自用。项目预计总投资14.00亿元，截至2022年3月底，已投10.80亿元。

吉安项目位于江西省吉安市长岗南路以东、广场南路以南、井冈山大道以西、阳明西路以北。项目是一栋单体为14万平方米的复合型、多功能商业区域，集“购物、休闲、娱乐、文化纪念”为一体的综合性城市地标级商业中心。项目预计总投资9.80亿元，已投入4.28亿元。预计2023年末完工。

金陵物流园项目位于南宁市西乡塘区金陵镇东南村；拟建设成为大型现代物流、加工、配送中心，建成后将服务南城百货自有门店，便利店平台体系，分销业务以及作为第三方物流。项目预计总投资3.78亿元，已投入0.92亿元，预计2023年完工。

步步高华容新天地位于湖南省岳阳市华容县，是步步高集团助力县域经济消费升级的首个重大项目，总建筑面积6万平方米家庭时尚生活方式广场，包含超市、百货、美食、影院、健身娱乐等全业态，是融合智慧、时尚、体验于一体的一站式家庭体验生活中心。项目预计总投资3.58亿元，已投入1.64亿元，预计2022年完工。

表 12　截至 2022 年 3 月底公司在建及拟建项目投资计划（单位：万元、%）

项目名称	计划投资总额	截至 2022 年 3 月底投资	资金来源	计划投资金额			计划完工时间
				2022 年 4-12 月	2023 年	2024 年	
怀化项目	140000.00	108020.92	自筹	17979.08	14000.00	--	2022 年
吉安项目	98000.00	42803.33	自筹	15996.67	29400.00	9800.00	2023 年
金陵物流园	37800.00	9150.01	自筹	5969.99	18900.00	3780.00	2023 年
华容项目	35800.00	16406.28	自筹	15813.72	3580.00	--	2022 年
合计	**311600.00**	**176380.54**	--	**55759.46**	**65880.00**	**13580.00**	--

注：公司在建工程项目计划投资额和已投资额未包含可售住房部分；步步高摩尔城项目预计2021年完工，2022年投资额为留抵保证金
资料来源：公司提供

十、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2021年合并财务报告，中勤万信会计师事务所（特殊普通合伙）对财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见审计报告；公司2022年1－3月财务数据未经审计。

从合并范围看，2021 年，公司新增子公司 7 家，注销 4 家，转让 1 家，处置 2 家；2022 年 1－3 月，公司合并范围子公司较 2021 年底无变化。截至 2022 年 3 月底，公司合并范围二级子公司共 9 家。整体看，公司合并范围变动对财务数据可比性有一定影响。

截至 2021 年底，公司合并资产总额 415.19 亿元，所有者权益合计 72.11 亿元（含少数股东权益 49.73 亿元）；2021 年，公司实现营业总收入 139.52 亿元，利润总额-2.32 亿元。

截至 2022 年 3 月底，公司合并资产总额 414.45 亿元，所有者权益合计 72.20 亿元（含少数股东权益 49.95 亿元）；2022 年 1－3 月，公司实现营业总收入 33.86 亿元，利润总额 0.08 亿元。

2. 资产质量

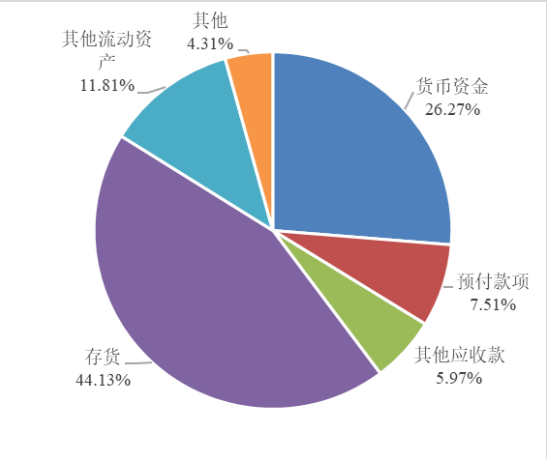
截至2021年底，公司资产总额保持增长，构成仍以非流动资产为主，且占比持续上升。流动资产中以地产开发产品为主的存货规模大，非流动资产中投资性房地产占比高且跟踪期内增幅大。公司资产受限比例高，资产流动性弱，资产质量一般。

截至 2021 年底，公司合并资产总额 415.19 亿元，较上年底增长 20.48%。其中，流动资产占 20.19%，非流动资产占 79.81%。公司资产以非流动资产为主，非流动资产较上年底占比上升较快。

（1）流动资产

截至2021年底，流动资产83.82亿元，较上年底下降11.12%。公司流动资产中，存货和货币资金占比高。

图3 截至2021年底公司流动资产构成情况



资料来源：公司审计报告，联合资信整理

截至 2021 年底，公司货币资金 22.02 亿元，较上年底增长 21.40%，主要系金星路步步高广场 REITs 发行完成（发行规模 7.8 亿元）所致。公司货币资金中，使用受限的货币资金 14.45 亿元，主要为银行承兑汇票、信用证的保证金 10.68 亿元以及质押的定期存单 3.10 亿元，受限比例为 65.62%，受限比例高。

截至2021年底，公司预付款项6.29亿元，较上年底下降 35.55%。账龄在 1 年以内的预付款项为 79.35%，整体账龄较短。公司预付款项前五名规模为 3.18 亿元，集中度为 50.74%，主要为预付湖南通康贸易有限公司的款项。

截至 2021 年底，公司其他应收款（合计）5.01 亿元，较上年底下降 23.66%，主要系部分款项收回所致。公司其他应收款按账龄组合计提坏账的账面余额为 5.08 亿元，账龄在 1 年以内的其他应收款为 1.63 亿元，账龄在 1~2 年的应收账款为 2.07 亿元，账龄在 2 年以上的其他应收款为 1.39 亿元，整体账龄偏长。公司累计对其他应收款计提坏账准备 1.23 亿元，计提比例为 19.71%。期末前五名其他应收款账面余额为 0.27 亿元，占 4.39%。

表 13　截至 2021 年底公司其他应收款金额前五名
（单位：亿元）

单位	账面余额	账龄	款项性质	是否为关联方
广西南宁市丽港商贸有限公司	0.07	4-5 年	往来款	否
湖南星普电器有限公司	0.06	1-2 年	押金保证金	是
王付生	0.05	1 年以内	往来款	否
广西润乐商贸有限公司	0.05	4-5 年	往来款	否
重庆新日日顺家电销售有限公司南宁分公司	0.04	4-5 年	往来款	否
合计	0.27	--	--	--

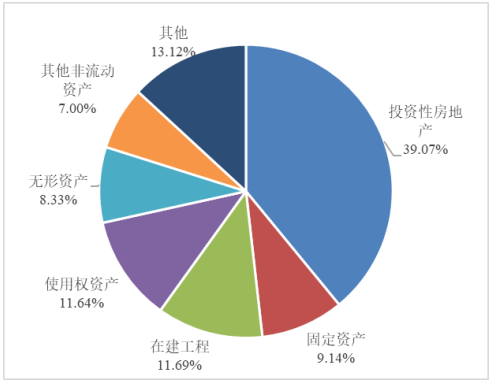
资料来源：公司审计报告

公司存货主要包括库存商品、开发产品和开发成本。截至 2021 年底，公司存货 36.99 亿元，较上年底下降 20.13%。存货主要由库存商品（15.37 亿元）、开发成本（9.06 亿元）和开发产品（12.17 亿元）等构成，累计计提跌价准备 86.32 万元，计提比例较低。

截至 2021 年底，公司其他流动资产 9.89 亿元，较上年底变动不大，主要包括待抵扣进项税额 1.78 亿元，一年内到期的发放贷款 6.37 亿元等，一年内到期的发放贷款主要为公司的小额贷款业务，包括个人贷款 3.97 亿元，公司贷款 2.62 亿元，累计计提贷款损失准备 0.22 亿元；按照贷款损失准备计提方法分，正常类贷款占 94.21%、关注类占 2.23%，次级类占 1.08%，可疑类占 2.22%，损失类占 0.26%。

（2）非流动资产

图4　截至2021年底公司非流动资产构成情况



资料来源：公司审计报告，联合资信整理

截至 2021 年底，公司非流动资产 331.38 亿元，较上年底增长 32.38%，主要来自投资性房地产和在建工程的增加。

截至 2021 年底，公司长期股权投资 10.77 亿元，较上年底变动不大，主要为对重庆商社（集团）有限公司股权投资 8.83 亿元，权益法下确认投资收益 0.39 亿元，持股 10.00%。

截至 2021 年底，公司投资性房地产 129.46 亿元，较上年底增长 55.06%，主要系在建工程、存货、固定资产等完工转入 27.08 亿元，包括百货谷埠店、百货基建营店和百货娄底店等 14 家门店以及固定资产转入投资性房地产的公允价值增加 13.70 亿元所致。

截至 2021 年底，公司固定资产（合计）30.30 亿元，较上年底下降 44.35%，主要系部分房屋建筑物转入投资性房地产核算及计提折旧所致。截至 2021 年底，公司固定资产累计折旧 22.25 亿元，期末账面价值主要包括房屋建筑物 24.19 亿元和机器设备 5.48 亿元，其余为信息设备、运输设备和其他办公设备。

截至 2021 年底，公司在建工程（合计）38.75 亿元，较上年底增长 244.33%，主要系长沙星城天地项目、九华项目、步步高怀化新天地项目等投入增加所致，期末分别为 20.50 亿元、10.94 亿元和 4.74 亿元。

使用权资产主要为公司租赁的门店。截至 2021 年底，公司使用权资产 38.59 亿元，较上年底变化不大，其中房屋及建筑物为 37.91 亿元，机器设备为 0.67 亿元。

截至 2021 年底，公司无形资产 27.60 亿元，较上年底下降 12.22%，主要系公司将部分对外出租的物业转入投资性房地产核算所致。截至 2021 年底，公司无形资产累计摊销 4.97 亿元，期末账面价值包括土地使用权 24.98 亿元、软件 1.37 亿元和经营权 1.22 亿元等。

截至 2021 年底，公司商誉为 8.74 亿元，其中南城百货公司账面价值 8.05 亿元，梅西商业有限公司账面价值 1.42 亿元，公司对其分别计提商誉减值准备 0.75 亿元和 0.84 亿元。

截至 2021 年底，公司长期待摊费用为 15.01 亿元，较上年底变动不大，主要为经营租入固定资产改良摊销费用 14.87 亿元。

截至 2021 年底，公司其他非流动资产 23.20 亿元，较上年底下降 13.01%，主要系征地拆迁费的减少所致。公司其他非流动资产包括预付工程款、装修款及购房款 16.86 亿元、预付土地款及土地竞买保证金 3.93 亿元等。

截至 2021 年底，公司使用受限的资产合计 141.63 亿元，受限比例为 34.11%，受限比例高。此外，截至 2021 年底，公司持有子公司步步高股份 34.99%，质押比例 51.05%。

表 14　截至 2021 年底公司受限资产情况

（单位：亿元）

项目	账面价值	受限原因
货币资金	14.45	为银行承兑汇票保证金和保证质押定期存单等
投资性房地产	104.46	用于银行借款抵押
固定资产	16.27	用于银行借款抵押
无形资产	3.38	用于银行借款抵押
存货	3.07	用于银行借款抵押
合计	**141.63**	--

资料来源：公司审计报告

截至 2022 年 3 月底，公司资产总额为 414.45 亿元，较 2021 年底变化不大，仍以非流动资产为主。其中投资性房地产新增 38.03 亿元，主要系广场九华店和星城天地购物中心投入运营转入所致。截至 2022 年 3 月底，公司使用受限的资产规模为 141.52 亿元，较 2021 年底变动不大。

3. 负债及所有者权益

（1）所有者权益

公司所有者权益中少数股东权益占比高，归属于母公司权益金额因经营亏损有所下降，权益稳定性弱。

截至 2021 年底，公司所有者权益合计 72.11 亿元，较上年底小幅下降，主要系未分配利润因亏损持续为负所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为 31.04%，少数股东权益占比为 68.96%。所有者权益主要由资本公积和其他综合收益构成分别占 20.46%和 14.02%。截至 2022 年 3 月底，公司所有者权益合计为 72.20 亿元，较 2021 年底变动不大。

（2）负债

跟踪期内，公司债务规模波动增长，债务负担重，短期债务占比高，债务期限与资产结构匹配度低。

截至 2021 年底，公司负债总额 343.08 亿元，较上年底增长 26.54%，主要系租赁负债增加所致。其中，流动负债占 77.29%，非流动负债占 22.71%。公司负债以流动负债为主，非流动负债占比上升较快。

截至 2021 年底，公司流动负债 265.18 亿元，较上年底增长 16.81%。公司流动负债主要由短期借款（占 41.30%）、应付票据（占 3.10%）、应付账款（占 15.43%）、其他应付款（合计）（占 22.06%）、一年内到期的非流动负债（占 5.17%）和合同负债（占 8.79%）等构成。

截至 2021 年底，公司短期借款 109.53 亿元，较上年底变化不大。公司短期借款包括抵押借款 31.52 亿元、保证借款 31.05 亿元、信用借款 41.45 亿元和质押借款 5.51 亿元。

截至 2021 年底，公司应付票据 8.21 亿元，较上年底增长 52.68%，主要系采购结算中使用承兑汇票增加所致。

截至 2021 年底，公司应付账款 40.93 亿元，较上年底变动不大。公司应付账款主要为应付货款，为 36.89 亿元。

截至 2021 年底，公司其他应付款（合计）58.49 亿元，较上年底增长 25.72%，主要系应付/预估设备款增加所致，公司其他应付款主要由往来款 22.16 亿元和应付/预估设备款 22.76 亿元等构成。

截至 2021 年底，公司一年内到期的非流动负债 13.70 亿元，较上年底增长 108.44%，主要一年内到期的租赁负债和一年内到期的应付债券增加所致，分别为 6.06 亿元和 3.22

亿元。

截至 2021 年底，公司合同负债 23.30 亿元，较上年底增长 56.51%，主要系预收购房款和预收购物卡增加所致，分别为 5.02 亿元和 15.65 亿元。

截至 2021 年底，公司非流动负债 77.91 亿元，较上年底增长 76.61%。公司非流动负债主要由长期借款（占 23.92%）、应付债券（占 13.48%）和递延所得税负债（占 10.02%）等构成。

截至 2021 年底，公司长期借款 18.63 亿元，较上年底下降 22.90%；长期借款全部为抵押借款。

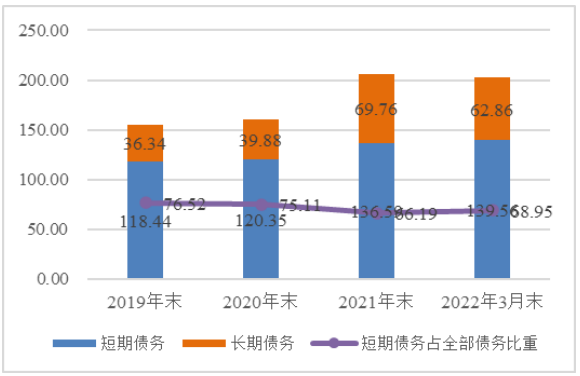
截至 2021 年底，公司应付债券 10.50 亿元，较上年底下降 33.17%，主要系兑付北金所债权融资计划所致。受会计政策调整影响，截至 2021 年底，公司租赁负债 40.60 亿元，主要为公司尚未支付的租赁付款额 53.41 亿元（其中一年内到期的租赁负债为 6.06 亿元）。

截至 2022 年 3 月底，公司负债总额 342.25 亿元，较上年底变化不大。其中，流动负债占 79.45%，非流动负债占 20.55%，构成仍以流动负债为主。

截至 2021 年底，公司全部债务 206.34 亿元，较上年底增长 28.78%，主要来自长期债务中租赁负债的增加。债务结构方面，短期债务占 66.19%，长期债务占 33.81%，以短期债务为主。截至 2022 年 3 月底，公司全部债务 202.42 亿元，较上年底变化不大，短期债务占 68.95%。考虑公司资产中自持物业项目投资支出规模大，投资回收期长，资产流动性弱，公司债务期限与资产回收期匹配度低。

从债务指标来看，截至 2021 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 82.63%、74.10%和 49.17%，较上年底分别提高 3.96 个百分点、提高 5.55 个百分点和提高 14.00 个百分点。截至 2022 年 3 月底，上述三项指标分别为 82.58%、73.71%和 46.54%，较上年底均呈不同程度小幅下降。

图 5　截至 2022 年 3 月底公司债务规模情况



注：指标单位为%
资料来源：公司审计报告、联合资信整理

截至 2022 年 5 月底，公司存续债券余额 18.00 亿元，将于一年内到期的债券余额为 12.00 亿元。

表15　截至2022年5月底公司存续债券概况
（单位：亿元）

债券名称	发行日期	到期日期	余额
20 步步高(疫情防控债)MTN001	2020-03-02	2023-03-03	7.00
22 步步高 MTN001	2022-05-27	2025-05-30	6.00
22 步步高 SCP001	2022-02-24	2022-11-22	5.00
合计	--	--	**18.00**

资料来源：Wind

4.　盈利能力

跟踪期内，实体零售行业经营持续承压，公司营业收入同比下降，经营性利润亏损规模同比加大，加之审计机构对金星路步步高广场 REITs 产品发行重新确认收益、对南城百货和梅西百货进行商誉减值，公司亏损规模同比扩大，盈利能力弱。

2021 年，公司实现营业总收入 139.52 亿元，同比下降 14.97%，主要系疫情防控常态化和社区团购导致客流量下降所致；营业利润率为 33.04%，同比提高 3.72 个百分点。

2021 年，公司费用总额为 51.34 亿元，同比增长 3.91%。从构成看，公司销售费用（职工薪酬、租金及物业管理费、水电费用及物料消耗费用、折旧摊销等）和财务费用占比高，分别为 37.28 亿元和 9.52 亿元。2021 年，公司期间费用率为 36.80%，同比提高 6.69 个百分

点。公司期间费用对利润侵蚀大。

非经常性损益方面，2021 年，公司实现投资收益 4.19 亿元，主要为处置长沙金星物业管理有限责任公司 100%股权产生的投资收益 4.11 亿元。公允价值变动收益 0.19 亿元，主要为按公允价值计量的投资性房地产；资产和信用减值损失合计 0.85 亿元；其他收益 0.84 亿元，营业外收入 0.62 亿元，营业外支出 2.64 亿元，主要为长期资产报废损失 1.36 亿元和赔偿款、滞纳金及闭店支出 1.17 亿元。公司非经常性损益中，投资收益不具备持续性，当期对利润形成重要补充。

2021 年，公司利润总额为-2.32 亿元，主要系疫情影响下，实体零售业经营承压，公司经营性利润亏损规模同比加大，加之审计机构对金星路步步高广场 REITs 产品发行重新确认收益、对南城百货和梅西百货进行商誉减值综合所致。盈利指标方面，公司总资本收益率和净资产收益率分别为 1.96%和-3.89%，公司盈利能力弱。

2022年1－3月，公司营业总收入为33.86亿元，同比下降22.16%，利润总额为0.08亿元，同比下降91.03%。

5. 现金流

2021 年，公司经营活动现金净流入规模同比大幅增长；公司对新开门店维持大规模资金投入，投资活动现金流持续净流出；筹资活动现金流受借款规模下降影响转为净流出。现阶段公司存量债务规模大，且以短期为主，未来债务置换以及在建项目所需资金仍保持较大规模，公司对外融资压力大。

表 16 近年来公司现金流情况（单位：亿元）

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1—3 月
经营活动现金流入小计	235.34	215.68	242.88	41.47
经营活动现金流出小计	227.77	212.09	204.00	29.73
经营活动现金流量净额	**7.57**	**3.58**	**38.88**	**11.74**
投资活动现金流入小计	6.95	11.19	16.12	3.31
投资活动现金流出小计	29.81	37.53	33.17	12.76
投资活动现金流量净额	**-22.86**	**-26.34**	**-17.06**	**-9.45**
筹资活动前现金流量净额	**-15.29**	**-22.75**	**21.83**	**2.29**
筹资活动现金流入小计	129.28	172.39	136.95	29.02
筹资活动现金流出小计	113.67	156.06	156.82	34.00
筹资活动现金流量净额	**15.62**	**16.33**	**-19.87**	**-4.97**
现金收入比（%）	112.31	128.28	157.36	112.10

资料来源：公司审计报告、联合资信整理

经营活动方面，2021 年，公司经营活动现金流入量为 242.88 亿元，同比增长 12.61%，以销售商品、提供劳务收到的现金 219.54 亿元为主，经营活动现金流出量为 204.00 亿元，同比下降 3.82%，以购买商品、接受劳务支付的现金 147.01 亿元为主，公司经营活动现金流量净额为 38.88 亿元，同比增长 984.95%。2021 年，公司现金收入比为 157.36%，同比提高 29.08 个百分点，公司收入实现质量良好。

投资活动方面，2021 年，公司投资活动现金流入 16.12 亿元，同比增长 43.99%，主要系处置金星路资产产生的现金流入增加所致（处置子公司及其他营业单位收到的现金净额 7.70 亿元）；投资活动现金流出 33.17 亿元，同比下降 11.60%，其中购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金同比大幅增长，公司仍对新开门店维持大规模资金投入。2021 年，公司投资活动现金净流出 17.06 亿元，同比下降 35.23%。

从筹资活动方面，2021 年，公司筹资活动现金流入 136.95 亿元，同比下降 20.56%，主要系借款下降所致；筹资活动现金流出 156.82 亿元，同比变化不大，以偿还债务为主。2021 年，公司筹资活动现金净流出 19.87 亿元，同比净流入转为净流出。

2022年1－3月，公司经营活动产生的现金流量净额为11.74亿元，投资活动产生的现金流量净额为-9.45亿元，筹资活动产生的现金流量

净额为-4.97亿元。

6. 偿债指标

公司偿债指标表现弱，考虑到公司为区域零售龙头企业之一，经营活动现金净流量及收入实现情况表现良好，融资渠道畅通，公司整体偿债能力强。

短期偿债指标方面，截至 2021 年底，公司流动比率与速动比率分别由上年底的 41.54%和 21.14%下降至 31.61%和 17.66%，现金类资产为短期债务的 0.06 倍，公司经营现金流动负债比率为 14.66%，同比提高 13.08 个百分点。截至 2022 年 3 月底，公司流动比率与速动比率分别为 29.73%和 15.89%，较上年底分别下降 1.88%和下降 1.77%，现金类资产为短期债务的 0.06 倍。

长期偿债指标方面，2021 年，公司 EBITDA 为 18.63 亿元，同比增长 11.90%，公司 EBITDA 利息倍数为 2.06 倍，公司全部债务/EBITDA 为 11.07 倍。

截至 2022 年 3 月底，公司无对外担保和重大未决诉讼。

截至2022年3月底，公司本部及各子公司共获得银行授信总额度为188.68亿元，未使用额度为65.61亿元，间接融资渠道较畅通。核心子公司步步高股份为上市公司，公司具备直接融资渠道。

7. 公司本部财务分析

公司本部经营性收入很小，利润处于亏损状态；本部债务负担很重，短期偿债压力大。

截至 2021 年底，母公司资产总额 75.51 亿元，较上年底下降 7.22%。其中，流动资产 51.49 亿元(占比 68.19%)，非流动资产 24.02 亿元(占比 31.81%)。从构成看，流动资产主要由货币资金（占 7.71%）和其他应收款（合计）（占 92.25%）等构成；非流动资产主要由其他权益工具投资（占 5.26%）、长期股权投资（占 22.86%）和其他非流动资产（占 68.70%）等构成。截至 2021 年底，母公司货币资金为 3.97 亿元。

截至 2021 年底，母公司负债总额 70.26 亿元，较上年底下降 7.74%。其中，流动负债 57.05 亿元（占比 81.20%），非流动负债 13.21 亿元（占比 18.80%）。截至 2021 年底，母公司全部债务 54.15 亿元。其中，短期债务为 40.95 亿元。截至 2021 年底，母公司全部债务资本化比率 91.16%，资产负债率为 93.04%。公司本部债务负担很重，短期偿债压力大。

截至 2021 年底，母公司所有者权益为 5.25 亿元，包括实收资本 1.18 亿元、资本公积合计 1.47 亿元、未分配利润 1.86 亿元、盈余公积 0.67 亿元。

2021年，母公司营业收入为2.41亿元，利润总额为-0.64亿元。同期，母公司投资收益为-1.47亿元。

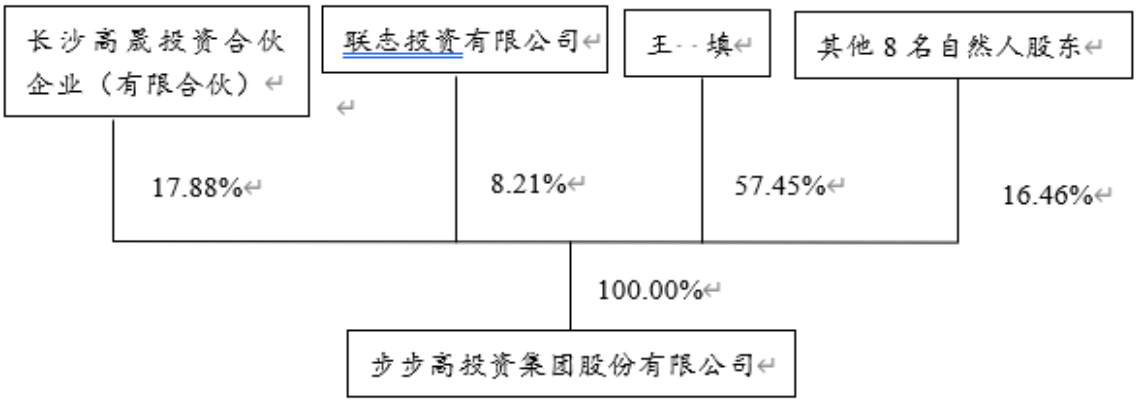
2021 年，公司母公司经营活动现金流净额为 3.96 亿元，投资活动现金流净额 3.58 亿元，筹资活动现金流净额-6.92 亿元。

截至 2022 年 3 月底，母公司获得授信额度共 65.61 亿元，其中尚未使用额度为 34.87 亿元。

十一、 结论

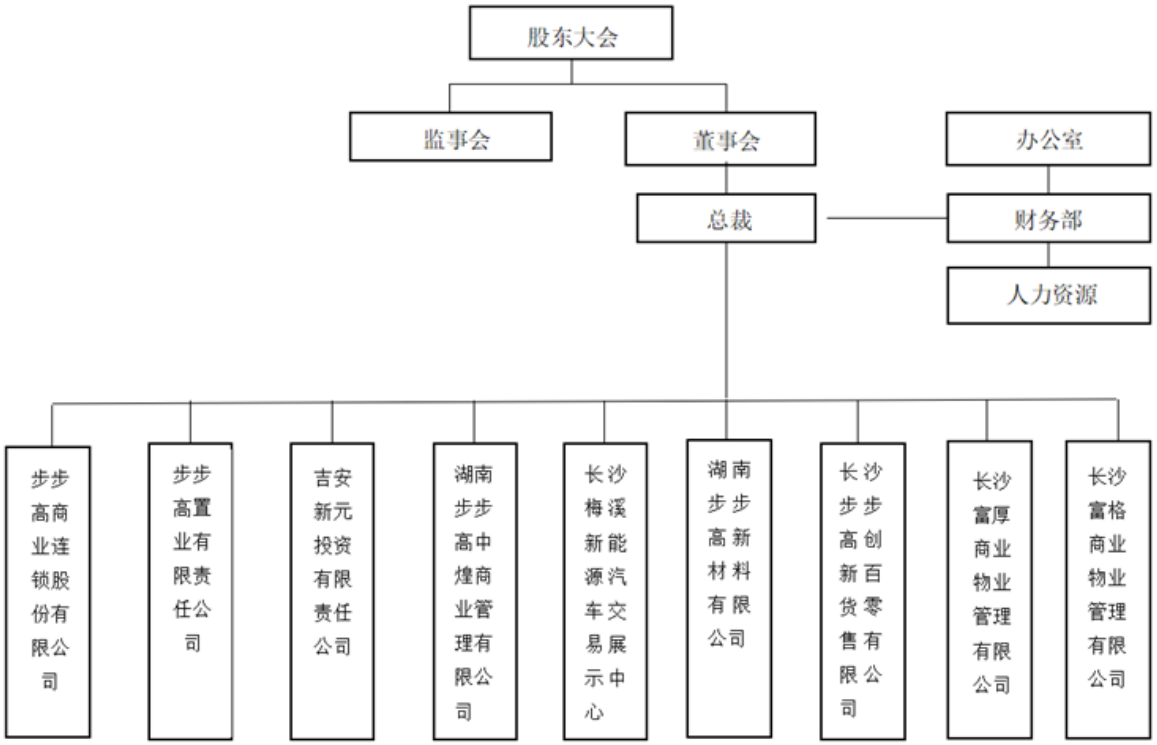
基于对公司经营风险和财务风险等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为AA，维持“20步步高（疫情防控债）MTN001”的信用等级为AA，评级展望为稳定。

附件 1-1　截至 2022 年 5 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2　截至 2022 年 3 月底公司组织机构图



资料来源：公司提供

附件 2　主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	13.09	6.67	7.57	4.88
资产总额（亿元）	330.72	344.62	415.19	414.45
所有者权益（亿元）	76.04	73.50	72.11	72.20
短期债务（亿元）	118.44	120.35	136.59	139.56
长期债务（亿元）	36.34	39.88	69.76	62.86
全部债务（亿元）	154.78	160.23	206.34	202.42
营业总收入（亿元）	207.41	164.09	139.52	33.86
利润总额（亿元）	0.04	-0.01	-2.32	0.08
EBITDA（亿元）	15.51	16.65	18.63	--
经营性净现金流（亿元）	7.57	3.58	38.88	11.74
财务指标				
销售债权周转次数(次)	85.03	55.05	42.95	--
存货周转次数(次)	3.25	2.38	2.19	--
总资产周转次数(次)	0.66	0.49	0.37	--
现金收入比(%)	112.31	128.28	157.36	112.10
营业利润率(%)	23.54	29.32	33.04	32.78
总资本收益率(%)	2.79	3.25	1.96	--
净资产收益率(%)	-0.46	0.20	-3.89	--
长期债务资本化比率(%)	32.34	35.17	49.17	46.54
全部债务资本化比率(%)	67.06	68.55	74.10	73.71
资产负债率(%)	77.01	78.67	82.63	82.58
流动比率(%)	48.03	41.54	31.61	29.73
速动比率(%)	24.50	21.14	17.66	15.89
经营现金流动负债比(%)	3.57	1.58	14.66	--
现金短期债务比（倍）	0.11	0.06	0.06	0.03
EBITDA 利息倍数(倍)	2.06	2.03	2.06	--
全部债务/EBITDA(倍)	9.98	9.62	11.07	--

注：1. 2022 年 1－3 月财务数据未经审计；2.其他流动负债中的有息部分已计入短期债务，长期应付款中有息债务已计入长期债务
资料来源：公司审计报告和公司提供，联合资信整理

附件 3　主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	5.22	3.75	0.70	2.13
资产总额(亿元)	69.04	81.38	75.51	77.52
所有者权益(亿元)	5.49	5.24	5.25	5.13
短期债务(亿元)	44.28	38.61	40.95	51.60
长期债务(亿元)	8.50	20.35	13.21	3.52
全部债务(亿元)	52.78	58.96	54.15	55.12
营业收入(亿元)	0.33	0.35	2.41	0.10
利润总额(亿元)	0.91	-0.55	-0.64	-0.05
EBITDA(亿元)	--	--	--	--
经营性净现金流(亿元)	-0.11	0.65	3.96	-0.01
财务指标				
销售债权周转次数(次)	--	--	--	--
存货周转次数(次)	--	--	--	--
总资产周转次数(次)	--	--	--	--
现金收入比(%)	110.78	108.47	108.48	*
营业利润率(%)	82.40	89.74	98.10	92.62
总资本收益率(%)	1.36	-0.52	-0.78	--
净资产收益率(%)	14.42	-6.34	-8.83	--
长期债务资本化比率(%)	60.78	79.54	71.54	40.69
全部债务资本化比率(%)	90.58	91.84	91.16	91.49
资产负债率(%)	92.05	93.57	93.04	93.38
流动比率(%)	82.18	90.81	90.26	71.35
速动比率(%)	82.18	90.81	90.26	71.35
经营现金流动负债比(%)	-0.20	1.17	6.94	--
现金短期债务比（倍）	0.12	0.10	0.02	0.04
EBITDA 利息倍数（倍）	--	--	--	--
全部债务/EBITDA(倍)	--	--	--	--

注：2022 年 1-3 月财务数据未经审计；*表示数据过大或过小
资料来源：公司审计报告和公司提供，联合资信整理

附件 4　主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年)^（1/(n-1)）-1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入/（平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资）
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+费用化利息支出）/（所有者权益+长期债务+短期债务）×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	（营业收入-营业成本-税金及附加）/营业总收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/（长期债务+短期债务+所有者权益）×100%
长期债务资本化比率	长期债务/（长期债务+所有者权益）×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注：　现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据+其他短期债务

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后，所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 5-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除 AAA 级、CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 5-2 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 5-3 评级展望设置及其含义

评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持