

步步高(002251)

报告日期: 2025年05月22日

东山再起，步步高升

——步步高深度报告

投资要点

- 区别于市场:** 市场认为步步高财务压力较大，超市调改进度有不确定性。我们认为步步高已经完成重整，资产负债表较为健康。步步高和永辉都是学习胖东来较为彻底的企业，调改后日销大幅提升，客流留存和稳定性超预期。超市首先完成调改后，百货有望接力，公司利润水平将快速提升。
- 重整完成，湖南超市龙头重新起航**
 引入产业投资人后，步步高成为无实控人企业。产业投资人在供应链、线上、数字化等多方面赋能。步步高管理层同步换血，引入轮值总裁制度效率提升。
 重整完成后公司负债端和资产端改善。通过资产处置等方式，公司投资活动现金流流出大幅减少，筹资活动现金流净流入，2024年底公司现金及等价物超过10亿元，基本回到2018年前水平。对于步步高原先的债权人，公司的重整方案为10万元欠款及以下的采用现金直接清偿。10万元以上的债权部分，公司进行以股抵债。剩余债务部分，公司采取留债的方式将债务展期到10年。公司资产负债率从2023年高点86.8%下降到2025Q1 62.1%，有息负债率下降到31.2%
- 超市调改成效明显，2025年有望完成所有超市门店调改**
 调改后超市销售额激增，2024年3月到12月调改后客流是原来3倍，销售额是原来6倍。截至2025Q1，步步高共有27家超市，其中17家已经调改重新开业。烘焙熟食占比提升+去KA转裸采+自有产品赋能下，步步高调改后货盘发生比较明显的变化，同时卖场环境，服务质量和员工待遇全面提升。
- 百货调改进行时，购物中心化大势所趋**
 步步高百货调改难度会略大于超市，2024年5月步步高百货调改也全面启动。类似超市，百货调改首先从员工体验和报酬提升入手。2024年5月份起，包括保洁等基层员工开始，首批的梅溪天地和星城天地员工平均涨薪80%，同时优化卖场环境，提升客户体验。2025年5月，公司宣布组织架构调整，其中原百货事业部已经改为购物中心事业部。步步高引入袁总担任步步高购物中心事业部顾问。袁总履历在打造“超级百货”，“无界百货”等较为有经验，上任后可能加强经营面积来打造社交体验，业态升级吸引更多年轻客群。
- 盈利预测与估值**
 我们预计公司2025-2027年实现归母净利润1.84/4.02/6.74亿元，同比-84.81%/+118.29%/+67.68%，对应PE 81X/37X/22X，公司处在利润快速释放的阶段，首次覆盖给予“买入”评级。
- 风险提示**
 客流不及预期风险，盈利不及预期风险，宏观经济波动风险，第三方数据与公司经营情况不一致风险

投资评级: 买入(首次)

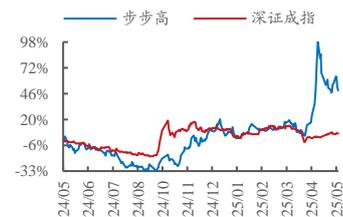
分析师: 宁浮洁
 执业证书号: S1230522060002
 ningfujie@stocke.com.cn

研究助理: 卢子宸
 luzichen@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 5.54
总市值(百万元)	14,895.40
总股本(百万股)	2,688.70

股票走势图



相关报告

- 1 《超市板块增长强劲，数字化建设持续推进——步步高中报点评》 2020.08.27
- 2 《面纱难掩靓丽真容，疫情推动复兴步伐——步步高2020年一季报点评》 2020.04.29
- 3 《现金流优化明显，数字化转型有条不紊——步步高2019年年报点评》 2020.04.25

财务摘要

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	3431.22	7754.82	9551.70	12102.39
(+/-) (%)	11.14%	126.01%	23.17%	26.70%
归母净利润	1211.69	184.10	401.87	673.85
(+/-) (%)	/	-84.81%	118.29%	67.68%
每股收益(元)	0.45	0.07	0.15	0.25
P/E	12.29	80.91	37.06	22.10

资料来源: 浙商证券研究所

投资案件

● 盈利预测、估值与目标价、评级

我们预计公司 2025-2027 年实现营业收入 77.55/95.52/121.02 亿元，同比 +126.01%/+23.17%/+26.70%，实现归母净利润 1.84/4.02/6.74 亿元，同比 -84.81%/+118.29%/+67.68%，对应 PE 81X/37X/22X。

我们采用和公司同属超市行业的永辉超市、家家悦等作为可比公司，公司远期估值水平相对较低，且处在利润快速释放的阶段。

首次覆盖给予“买入”评级。

● 关键假设

1) 截至 2025Q1，步步高已经完成 17 家超市门店调改，2024 年 3 月到 12 月调改后单个门店调改日销增长在 6 倍以上。我们预计步步高调改完成门店有望实现单店日销 70 万（对应年销售额 2 亿以上），2025 年年底全部调改完毕，超市部门贡献 55.35 亿收入，yoy+201%。后台毛利取消+商品品质化改革后，前台毛利率有望迅速提升，根据联商网步步高超市调改后生鲜品类毛利率为 22%，我们预计 2025-2027 整体超市毛利率为 21%/22%/23%。

2) 百货部分通过组织架构改革，新业态的入驻和购物中心化带来的客流增量，我们预计 2025-2027 年百货收入 3.4/3.6/3.9 亿元，yoy+5.4%/+4.6%/7.8%，毛利率恢复到 70%以上水平。

3) 供应商促销费、租金收入等其他收入伴随超市调改的推进，占营业收入比例将逐渐降低，虽然短期损伤净毛利，但是货权转移给零售商后对长期商品力提升是利好。

● 我们与市场的观点的差异

市场认为步步高财务压力较大，超市调改进度有不确定性。我们认为步步高已经完成重整，资产负债表较为健康。步步高和永辉都是学习胖东来较为彻底的企业，调改后日销大幅提升，客流留存和稳定性超预期。超市首先完成调改后，百货有望接力，公司利润水平将快速提升。

● 股价上涨的催化因素

调改日销超预期，利润释放超预期

● 风险提示

客流不及预期风险，盈利不及预期风险，宏观经济波动风险。

正文目录

1 困境反转，步步高完成重整起死回生	5
1.1 湖南零售龙头，进入调改转型期	5
1.2 引入产业投资人，公司顺利重整完成	6
1.3 资金情况显著改善，负债端大幅优化	8
2 超市调改成效明显	10
2.1 胖东来接棒帮扶全国零售商	10
2.2 步步高调改成效明显，客群显著变化	12
2.3 货盘革新，商品品质化改革	13
2.4 服务和体验升级，员工待遇改善	15
3 百货调改同步启动，期待后续利润释放	15
3.1 百货为步步高核心资产，压舱石业务	15
3.2 百货调改稳步推进，组织架构调整优化	16
4 盈利预测和投资建议	17
5 风险提示	19

图表目录

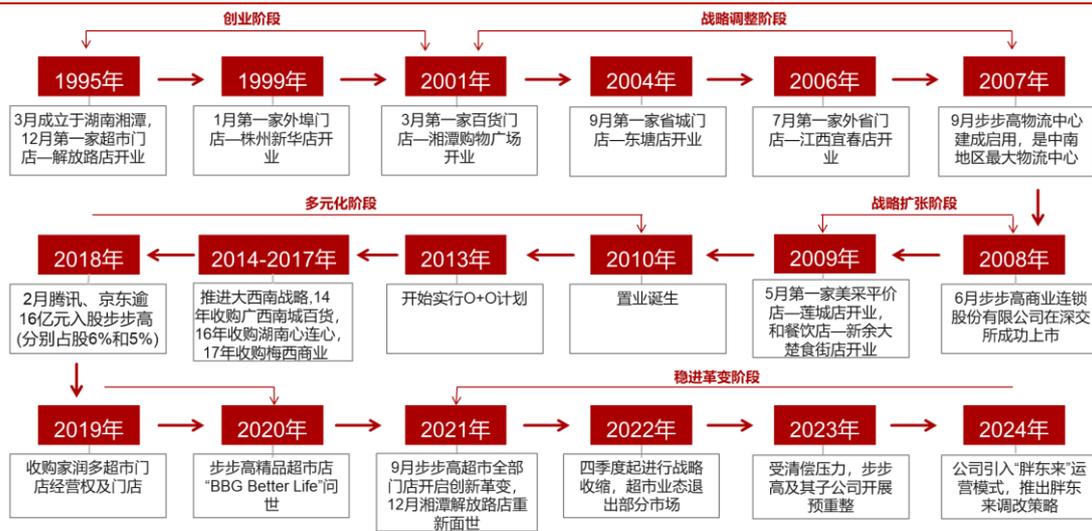
图 1: 步步高发展历程.....	5
图 2: 步步高营业收入.....	5
图 3: 步步高扣非归母净利润.....	5
图 4: 步步高超市百货门店数量 (家)	6
图 5: 步步高单店收入 (百万元)	6
图 6: 步步高现金活动净额 (亿元)	8
图 7: 步步高现金及等价物余额 (亿元)	8
图 8: 步步高资产负债率.....	8
图 9: 步步高短期偿债能力.....	8
图 10: 步步高三费情况.....	9
图 11: 步步高周转情况.....	9
图 12: 步步高固定资产、在建工程和资本开支情况.....	10
图 13: 步步高存量在建工程情况.....	10
图 14: 胖东来销售额拆分 (亿元)	10
图 15: 2024 年胖东来分业态拆分 (万元)	10
图 16: 步步高调改时序图.....	11
图 17: 步步高和永辉调改门店家数.....	12
图 18: 步步高 2024 年各调改店销售额增长幅度.....	12
图 19: 步步高调改店日销估算.....	12
图 20: 超市企业毛利率水平 (%)	13
图 21: 步步高、永辉、胖东来所处区域人口平均年龄 (岁)	13
图 22: 步步高各门店下架和重新上架 SKU 数量 (个)	13
图 23: 步步高毛利构成 (亿元)	14
图 24: 超市裸采逻辑.....	14
图 25: 不同超市企业人均薪酬对比 (万元)	15
图 26: 步步高岗位要求.....	15
图 27: 步步高营业面积构成 (万平米)	16
图 28: 步步高百货贡献收入和毛利.....	16
图 29: 步步高百货收入构成 (万元)	16
图 30: 步步高百货分业务毛利率 (%)	16
图 31: 步步高梅溪湖购物中心增加便民商品.....	17
图 32: 步步高组织架构变化.....	17
表 1: 步步高重整前后股东情况和赋能背景.....	7
表 2: 步步高管理层.....	7
表 3: 步步高重整前后金融负债结构对比 (亿元)	9
表 4: 胖东来帮扶调改企业相关成本.....	11
表 5: 胖东来、永辉、步步高门店情况对比 (截至 2025Q1)	11
表 6: 步步高盈利预测逻辑.....	18
表 7: 可比公司 PE 估值表.....	18
表附录: 三大报表预测值.....	20

1 困境反转，步步高完成重整起死回生

1.1 湖南零售龙头，进入调改转型期

历经 30 载成就湖南零售龙头。步步高成立于 1995 年，首家超市开业。此后由湘潭到长沙，步步高飞速成长，一举成为湖南最大的连锁商超企业。2001 年进军百货业。2008 年公司上市，成为民营首家上市超市。后续通过收并购+腾讯、京东等股东赋能不断扩大规模。2019 年步步高集团营业收入 415 亿元，提供就业岗位 70000 余个，成为中国快消品 10 强、中国连锁百强 20 强。

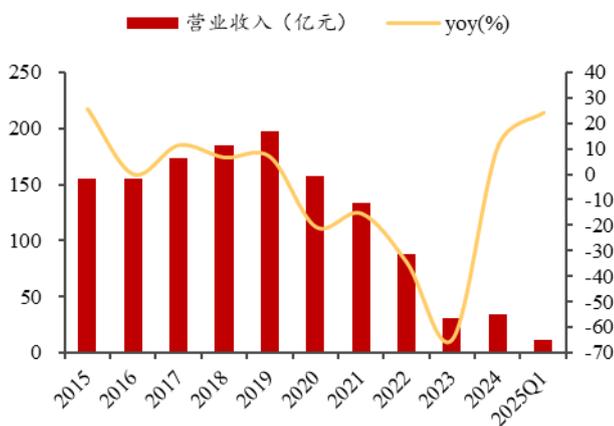
图1：步步高发展历程



资料来源：公司公告，公司官网，浙商证券研究所

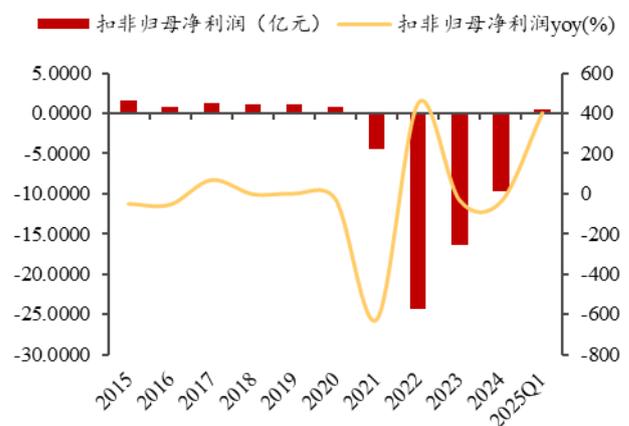
2021-2024 年业绩有所承压，公司进入重整。受到宏观经济波动，电商、社区团购等竞争，公司从 2021 年后开始亏损。2022 年亏损有所加剧，主要受到加速闭店带来的增量支出影响，以及对梅西、南城的减值。2023-2024 年闭店支出影响仍然持续。2024 年公司分别计提房地产业务固定资产/无形资产/在建工程/南城百货商誉减值为 0.45/1.93/1.23/0.55 亿元，导致 2024 年扣非归母净利润-9.78 亿元。

图2：步步高营业收入



资料来源：Wind，公司公告，浙商证券研究所

图3：步步高扣非归母净利润

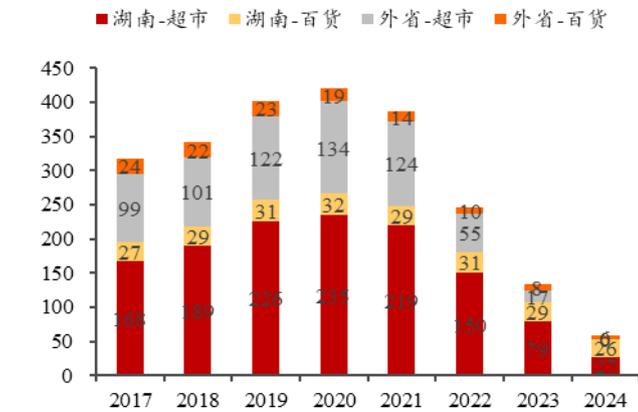


资料来源：Wind，公司公告，浙商证券研究所

2025Q1 受益亏损门店关闭接近尾声，存量优质门店调改后销售增长，整体运营效率有所提升。2025Q1 实现营业收入 11.56 亿元，yoy+24.22%，扣非归母净利润 0.42 亿元，yoy+399.7%。

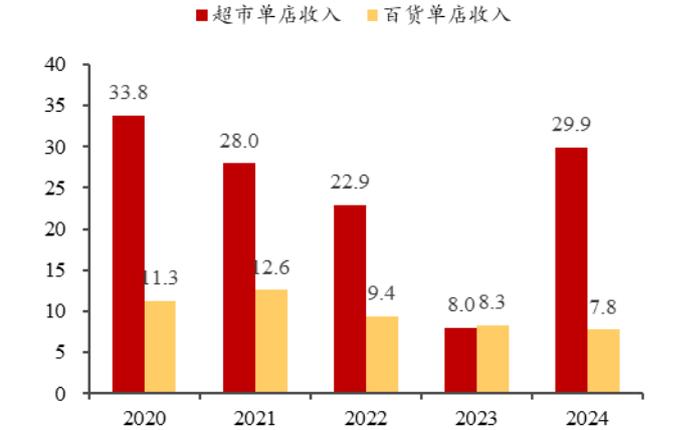
门店主动收缩，聚焦省内，存量门店店效提升。公司从 2021 年起开始大量闭店，外省门店调整较为彻底。2020 年外省百货门店 19 家，2024 年底仅剩 6 家。超市则是关闭了所有外省门店，从巅峰 2020 年时期的 235 家省内+134 家省外超市减少到 2024 年仅有 27 家省内超市。门店关闭阵痛期后，2024 年已经观察到存量门店单店店效的迅速提升，我们测算 2024 年超市单店收入 2990 万元，超过 2021 年关店潮前的水平。公司门店调整基本到位，期待后续利润释放。

图4：步步高超市百货门店数量（家）



资料来源：Wind，公司公告，浙商证券研究所

图5：步步高单店收入（百万元）



资料来源：Wind，公司公告，浙商证券研究所

1.2 引入产业投资人，公司顺利重整完成

引入产业投资人，步步高成为无实控人企业。2024 年公司以 8.4 亿股为基数，每 10 股转增 22 股实施资本公积金转增，一共 14 家重整投资人投资金额共 25 亿元，重整完成后公司股本总数增加到 26.87 亿股，股本增加 18.25 亿元，资本公积增加 38.28 亿元，计入 2024 年当期损益（非经常）的收益 28.79 亿元。

产业投资人在供应链、线上化、数字化等多方面赋能步步高。重整完成后，公司原有股权被稀释，新增北京物美、白兔有你、外贸信托等资金实力和协同作用较强的投资人。其中物美有望通过数字化能力提升步步高的运营效率，外贸信托通过赋能优质生鲜和农产品采购强化步步高供应链，白兔集团在内容制作、自有产品方面加强公司能力，协同充分。

管理层换血，制度革新。成立轮值总裁制度，超市部门总经理邓静，前财务总监杨芳将轮流进行总裁轮值。邓静总裁全程参与了胖东来调改，经验丰富。此外新股东的管理层加入也为公司带来新鲜血液，管理层年龄都小于 60 岁，具备丰富的实业经验。同时公司 2024 年进一步优化公司组织架构，组织调整方向围绕以品质为中心、以美好为目标、总部服务门店，提高组织效率和决策科学性。

表1：步步高重整前后股东情况和赋能背景

股东	重整前		重整后		股东赋能情况
	持股数量(亿股)	持股比例	持股数量(亿股)	持股比例	
步步高投资	1.99	23.71%	1.99	7.41%	
张海霞	0.52	6.18%	0.52	1.93%	
湘潭产投	0.86	10.28%	0.86	3.21%	利用聚宝农业在粮食行业中的领先地位和优势资源，助力步步高股份优化并完善供应链，打造优质低价粮食产品，提升产品质量
湘潭晟立	0.00	0.00%	0.42	1.58%	
北京物美	0.00	0.00%	1.64	6.09%	将推动步步高股份与多点 DMALL 建立合作关系，通过数字化平台“多点”为步步高股份提供数字零售解决方案
雅信春芽	0.00	0.00%	0.18	0.68%	
川发宏翼	0.00	0.00%	1.37	5.10%	
白兔有你	0.00	0.00%	1.05	3.90%	白兔集团充分发挥在抖音短视频内容制作、达人孵化、线上零售能力优势、供应链整合能力优势和品牌营销等优势，逐步打造步步高股份自营商品供应链体系，助力步步高股份逐步恢复和提升盈利能力。
外贸信托	0.00	0.00%	0.70	2.61%	与步步高股份在优质生鲜与农产品采购供应、电商平台合作、优质单品培育、农产品源头产业布局等方面开展长期稳定合作
总股本	8.40	100.00%	26.87	100.00%	

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

表2：步步高管理层

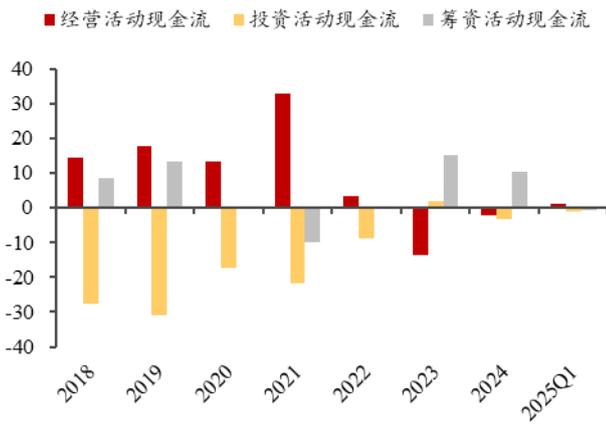
姓名	职务	任职日期	性别	学历	出生年份	简介
王填	董事长, 董事	2007-12-01	男	本科	1,968	曾任湘潭市南北特产食品总公司业务科长，湖南步步高连锁超市有限责任公司董事长兼总经理。现任本公司董事长兼总裁、步步高投资集团股份有限公司董事长。王填先生曾是第十届、第十一届、第十二届、第十三届全国人大代表、第十四届全国政协委员、第十三届全国工商联（中国民间商会）副会长、中国光彩事业促进会副会长。
袁乐夫	副董事长, 董事	2024-11-21	男	硕士	1,981	历任湘乡市工业职教教师，湘乡市经济局文秘，湘乡市政府办研究室副主任，建议提案组组长，湘潭市经委组宣科副科长，湘潭市经信委法规科科长、办公室主任、中小企业办主任，雨湖工业集中区党工委副书记、管委会主任，雨湖高新区党工委书记。现任湘潭电化产投集团党委委员、副总经理。
李若瑜	董事	2018-05-31	男	专科	1,971	曾任上海冠龙阀门机械有限公司北京大区主任、上海标一阀门有限公司副总经理。现任步步高商业连锁股份有限公司董事、步步高商业连锁股份有限公司首席战略官、海通齐东（威海）股权投资基金合伙企业（有限合伙）投资决策委员会委员。
王傲廷	董事	2024-11-21	男	本科	1,989	毕业于北京理工大学工商管理专业，曾任百度 Hao123 产品渠道负责人、手印直播 CEO、全民 TVCEO。现任成都白兔有你文化传播有限公司董事长，天兔基金管理合伙人。
张潞闯	董事	2024-11-21	男	硕士	1,972	1995年7月至2005年4月，任职于摩托罗拉（中国）电子有限公司、西门子与中信合资公司、渣打银行等机构。2005年5月加入德意志银行战略投资部，直至2016年7月，历任经理、副总裁、董事、中国区负责人等职。2016年10月加入物美科技集团，现任物美科技集团首席投资官、麦德龙供应链有限公司董事、重庆百货大楼股份有限公司监事、重庆商社商业管理有限公司董事。
赵英明	董事	2024-11-21	男	博士	1,972	企业管理学士，EMBA 硕士，DBA 博士。长江商学院、武汉学院、四川外国语大学客座教授，中国服装协会专家委员会成员，中国商业地产联合会副会长。曾任老佛爷百货副总经理、王府井集团总裁助理、山西天美集团总经理，茂业商业集团总裁、京东集团副总裁、京东零售时尚居家事业群总裁、云南白药首席商务官。现任红蜻蜓集团、爱慕集团独立董事。
邓静	总裁, 轮值总裁	2024-11-21	男	本科	1,972	曾任公司超市事业部湖北省区经理、云通物流服务有限公司总经理、公司超市事业部四川省区总经理、超市事业部湖南省区总经理。现任公司超市事业部总经理。
刘亚萍	财务总监	2021-08-27	女	本科	1,968	曾任公司财务总监、公司超市事业部采购总监、公司内控总监、公司川渝百货总经理。现任步步高投资集团股份有限公司董事，公司财务总监、高级副总裁。
师茜	董事会秘书	2014-04-18	女	本科	1,975	曾任公司总经理办公室主管、本公司监事、董事办主任、证券事务代表。现任公司董事会秘书。
陈德平	内控总监	2013-08-22	男	本科	1,968	曾任株洲齿轮股份有限公司财务部主管会计、三一重工股份有限公司销售财务科科长、北京三一科技有限公司财务部部长、三一集团有限公司财务总部部长、上海三一科技有限公司财务总监、三一重工股份有限公司财务总部资金部部长、湖南中发资产管理公司财务总监，现任公司内控总监、内部审计机构负责人。

资料来源：公司公告，Wind，浙商证券研究所

1.3 资金情况显著改善，负债端大幅优化

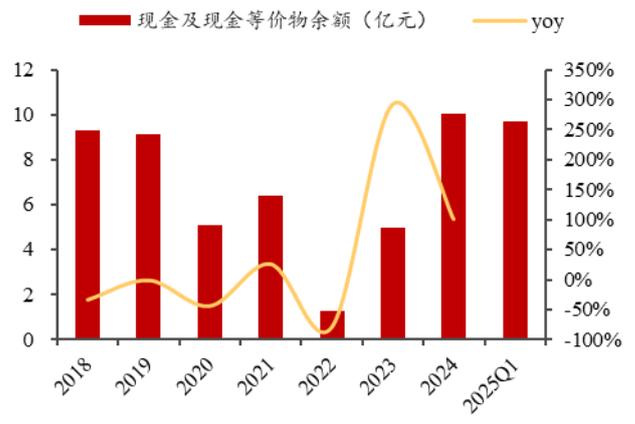
现金流整体净流入，资金较为充裕。由于客流波动，重资产投入，公司的战略选择等因素，步步高 2019 年后现金及等价物大幅减少，2022 年不足 2 亿元。超市出现缺货、供应商偿债压力增大。2023 年启动重整之后，通过资产处置等方式，公司投资活动现金流出大幅减少，筹资活动现金流净流入，2024 年底公司现金及等价物超过 10 亿元，基本回到 2018 年前水平，在公司整体战略收缩状况下，公司远期 Capex 减少，资金问题已经基本解决。

图6：步步高现金活动净额（亿元）



资料来源：Wind，公司公告，浙商证券研究所

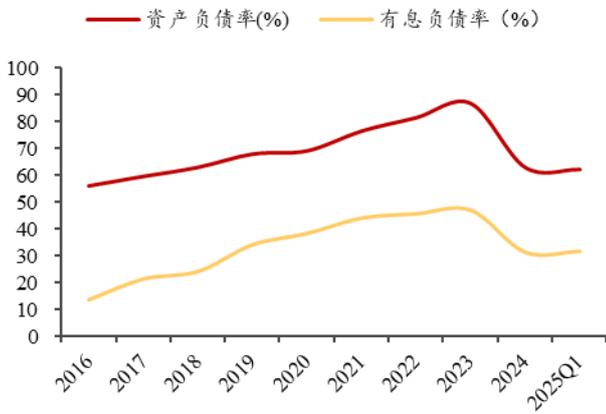
图7：步步高现金及等价物余额（亿元）



资料来源：Wind，公司公告，浙商证券研究所

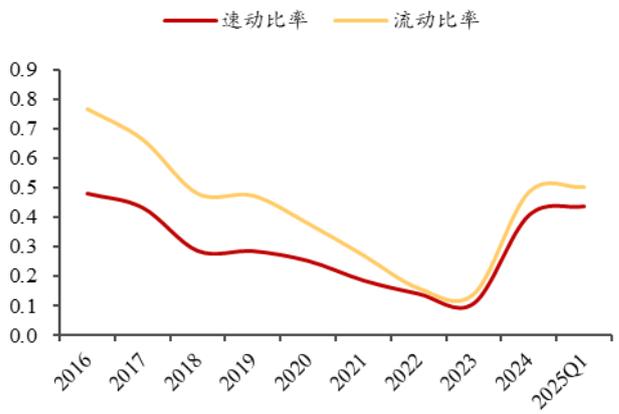
债务调整到位，各方实现利益共赢。对于步步高原先的债权人，公司的重整方案为 10 万元欠款及以下的采用现金直接清偿。10 万元以上的债权部分，公司按每股 9.69 元的价格进行以股抵债。对于供应商等利益相关方来说，转股价格较为公允，且转股后有望享受公司长线成长带来的资本增值红利。剩余债务部分，公司采取留债的方式将债务展期到 10 年，尽量减少短期债务对于公司现金流的压力。

图8：步步高资产负债率



资料来源：Wind，公司公告，浙商证券研究所

图9：步步高短期偿债能力



资料来源：Wind，公司公告，浙商证券研究所

负债端压力减小，资产负债表优化。公司资产负债率从 2023 年高点 86.8% 下降到 2025Q1 62.1%，有息负债率下降到 31.9%，债务体量收缩且久期更长。经营负债也明显改

善，2025Q1 流动比率/速动比例分别为 0.5/0.43，因为零售企业周转较快，所以公司的短期偿债和供应商账期等压力已经基本消除。

金融负债展期，后续负债端主要以银行利息为主。公司 2024 年底短期借款减少到 0，取而代之的是长期借款从 2023 年 37.7 亿增长到 2024 年 63.11 亿。从金融负债的结构来看，2023 年一年内到期的 64.4 亿的银行借款切换到 3 年及以上的 63.2 亿银行借款。剩下的金融负债结构中，应付账款、其他应付款和租赁负债都与经营性活动有关，且期限都在 1 年以内。我们预计公司 24 年底长期负债仅剩银行借款+长期应付款约 85 亿，按照 2% 的借款利率假设，未来公司的长期负债财务费用有望被压缩到 2 亿以内。

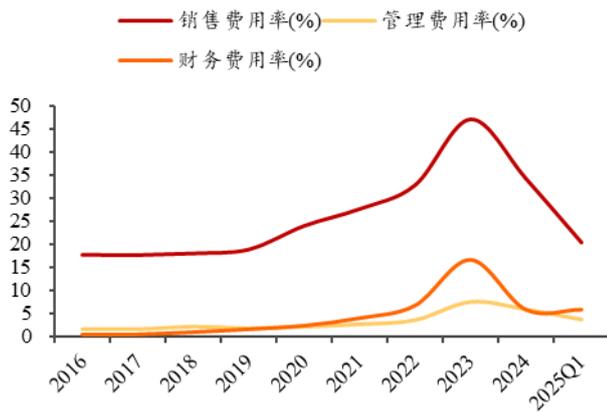
表3：步步高重整前后金融负债结构对比（亿元）

	账面净值		一年以内		1-3 年		3 年以上	
	2023	2024	2023	2024	2023	2024	2023	2024
银行借款	100.6	63.7	64.4	2.1	28.9	10.4	12.6	63.2
应付票据	0.1		0.1					
应付账款	25.4	7.7	25.4	7.7				
其他应付款	45.5	22.7	45.5	22.7				
租赁负债（含重分类至一年内到期的非流动负债）	13.3	6.2	2.1	1.3	4.2	2.3	9.2	3.5
长期应付款	6.0	22.4	0.0	0.5	6.2	3.3	0.0	22.5
小计	190.9	122.8	137.6	34.4	39.3	16.1	21.9	89.2

资料来源：Wind，公司公告，浙商证券研究所

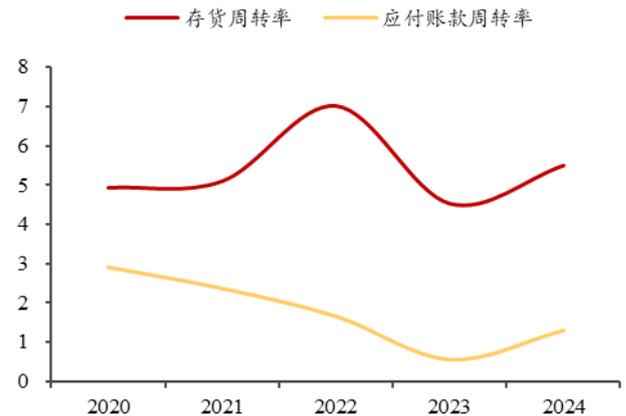
费用率下降，周转回升。2024 年公司销售/管理/财务费用率分别同比-12.87pct/-1.58pct/-10.78pct，销售和管理费用下降和低效门店的关闭有关，财务费用下降主要和重整期间利息不计提+租赁负债减少所致。公司存货周转率和应付账款周转率边际也有所改善，供应商账期缩短，胖改后日清带动周转回升。

图10：步步高三费情况



资料来源：Wind，公司公告，浙商证券研究所

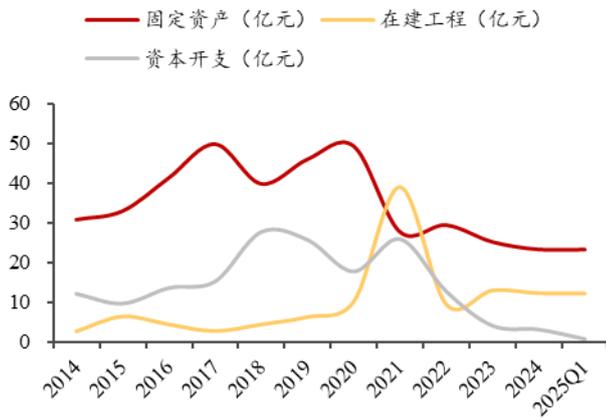
图11：步步高周转情况



资料来源：Wind，公司公告，浙商证券研究所

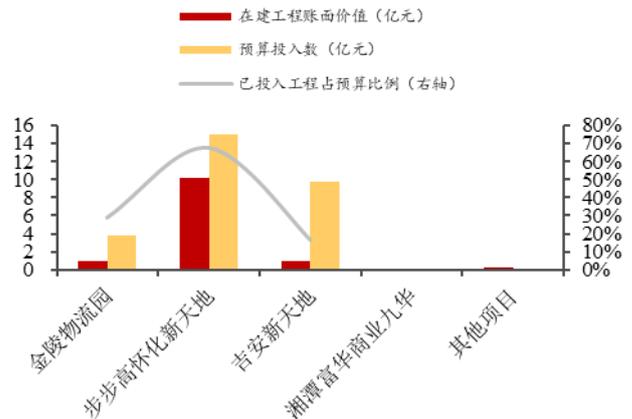
固定资产投入减少，在建工程进入尾声。经历了 2016-2021 的高速资本开支周期后，公司的固定资产净值从 2020 年的 49 亿下降到 2024 年的 23.5 亿。2021 年峰值资本开支 26 亿元下降到 2024 年 3.28 亿元。存量在建工程中步步高怀化新天地项目进度 67.8%，在建工程账面净值还有 10.17 亿，预计该项目落地后公司扩张周期将结束，现金流将更多投向存量项目升级和体验提升的过程，公司 ROE 有望提升。

图12: 步步高固定资产、在建工程和资本开支情况



资料来源: Wind, 公司公告, 浙商证券研究所

图13: 步步高存量在建工程情况



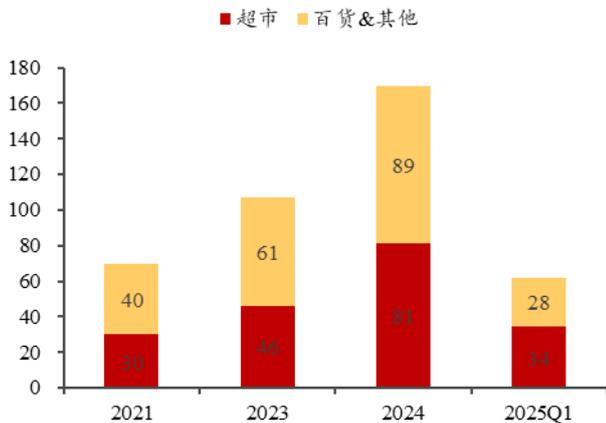
资料来源: Wind, 公司公告, 浙商证券研究所

2 超市调改成效明显

2.1 胖东来接力帮扶全国零售商

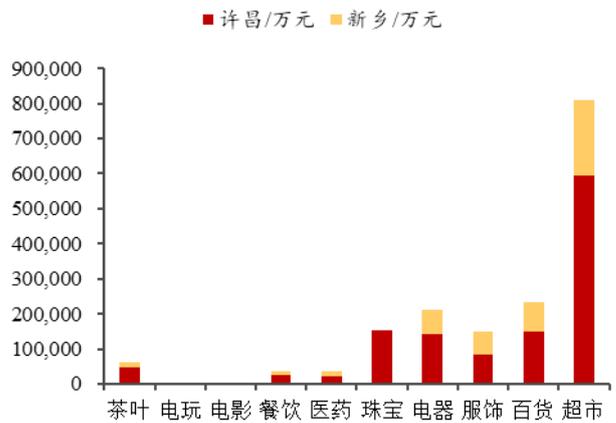
胖东来作为许昌零售巨头，品牌势能不断提升。胖东来成立于许昌，以优良品质和高信任度的商品，便民化的服务和员工待遇远超同行快速出圈，获得了许昌、新乡人民和外部游客的拥趸。胖东来营业收入快速增长。胖东来 2024 年实现销售额 170 亿元，同比增长 59%。其中超市 24 年约销售额 80 亿元，按照 13 家店进行平均测算，单个胖东来超市门店日销达到 170 万元。

图14: 胖东来销售额拆分 (亿元)



资料来源: 于东来分享材料, 浙商证券研究所

图15: 2024 年胖东来分业态拆分 (万元)

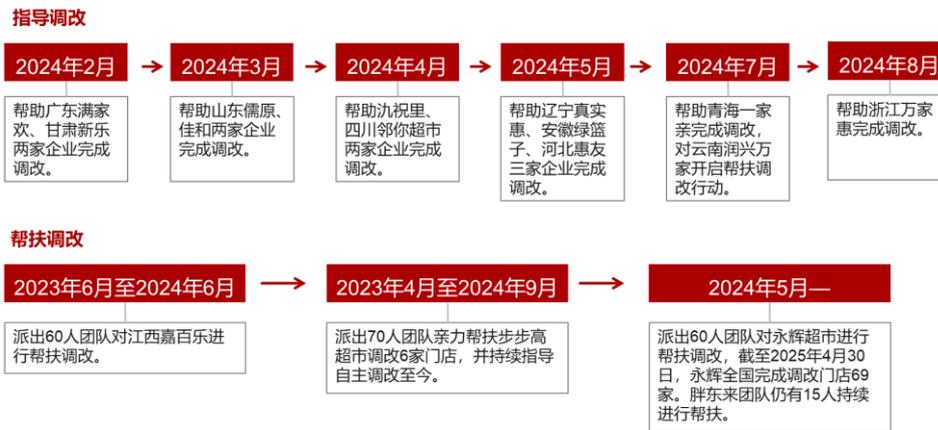


资料来源: 于东来分享材料, 浙商证券研究所

无偿帮扶，胖东来启动对同行调改。从 2022 年开始，胖东来对零售同行进行帮扶调改，截至 2024 年 12 月，已有包括步步高、永辉超市、一家亲、万家惠、嘉百乐、满家欢、真实惠、新乐、绿篮子、邻你、惠友等 15 家商超企业共 100 多个门店。其中既有胖东来团队亲自帮扶调改的门店，也有相关企业在胖东来指导下自主调改的门店。根据胖东来公告，胖东来分别在嘉百乐/永辉/步步高分别投入 5000 万/1800 万/1500 万元资金，分别分配 60/60/70 人进行调改。同时进行大力自有产品输出，2024/2025 预期输出 4.04 亿/15 亿销售额的自有产品，整体销售将损失 19 亿，毛利额损失 3.8 亿。我们认为零售巨头之间互助

较为良性，胖东来希望能传播自己“自有爱”企业文化，从而提升行业整体的素质和生态。

图16: 步步高调改时序图



资料来源: 满家欢、新乐、儒原、佳和、沈祝里、满家欢、真实惠、绿篮子、邻你超市、惠友、步步高、永辉超市公众号, 联商网, 浙商证券研究所

表4: 胖东来帮扶调改企业相关成本

企业名称	起止时间	固定人数	费用			
			借款	团队食宿	工资	合计
嘉百乐	2023/6/25-2024/6/5	60人	3000万	500万	1500万	5000万
步步高	2024/4/1-2024/9/25	超市50人 百货20人	-	200万	1300万	1500万
永辉超市	2024/6-至今	60人(至今15人仍在帮扶)	-	300万	1500万	1800万
约合计		190人	3000万	1000万	4300万	8300万

资料来源: 北京商报, 浙商证券研究所

表5: 胖东来、永辉、步步高门店情况对比(截至2025Q1)

	胖东来	永辉	步步高
2024年营业收入(亿元)	170.0	675.7	34.4
-其中超市部门	80.9	675.7	18.4
2024年扣非净利润(亿元)	8.0	-24.1	-9.8
门店数(家)	13	775	59
-其中超市门店数	13	775	27
覆盖区域	许昌+新乡	全国	湖南
全部门店日销(万元)	171	21	10
调改门店数(家)	-	61	20
调改前人均薪酬(元/月)	9886	4115	2500
调改后人均薪资(元/月)		6429	4500

资料来源: 东方财富网, 公司公众号, 新零售财经, 零售商业评论, 时代财经, 张家界本地网络, 公司公告, 浙商证券研究所

其中，永辉和步步高作为行业内头部的超市公司，从2024Q2先后开始接受胖东来帮扶调改。对比两者的调改思路：

1) 步步高超市关店较永辉更为彻底，24年底仅剩湖南区域的27家超市，集中精力深耕存量市场；永辉则保留全国化的策略，各地门店同步调改，25年目标200家调改店；

2) 步步高存量超市门店基本和自身百货为一体，与胖东来实际业态更为接近（天使城、时代广场等也都是超市+百货等多种业态组合），因此胖东来同时派百货和超市团队入驻；而永辉以超市业态为主，调改相对纯粹。

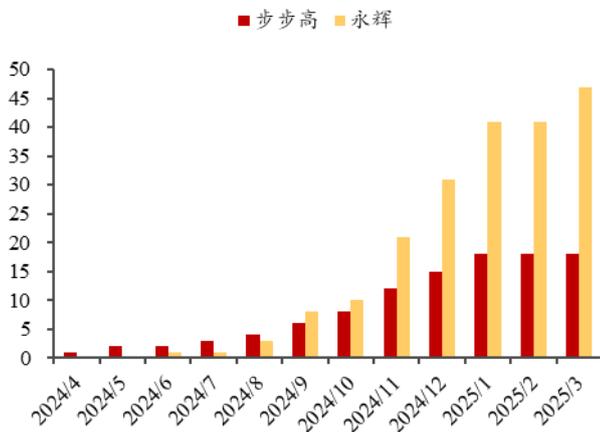
3) 早期调改组织架构有所区别, 永辉启用年轻团队, 调改负责人为自主培养的王守诚, 后变为叶国富; 步步高早期梅溪湖店调改时期直接将胖东来超市总经理申总设置为超市总经理, 邓静总降为副总, 全盘接受胖东来的理念和管理经验。

2.2 步步高调改成效明显, 客群显著变化

截至 2025Q1, 步步高共有 27 家超市, 其中 17 家已经调改重新开业, 虽然调改数量少于永辉, 但是调改进度更为彻底, 我们预计有望在 2025 年完成所有门店调改。

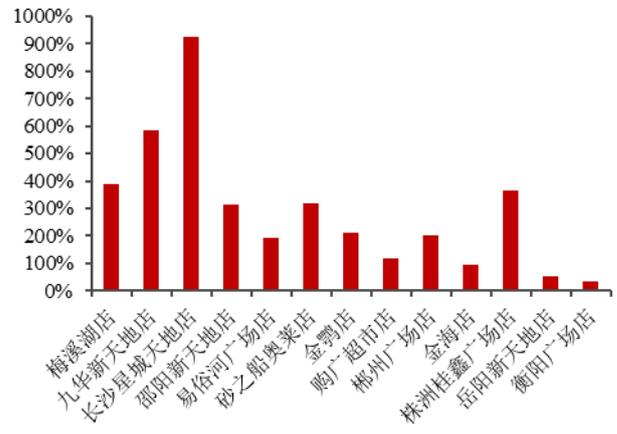
调改后销售额激增, 客流是原来 3 倍, 销售额是原来 6 倍。调改前步步高平均单超市销售额在 10-20 万不等, 客流有限。调改后九华天地、邵阳天地、郴州广场等等首日日销都在 100 万以上。日销稳定后, 2024 年 6 月梅溪湖店日销可以稳定在 130 万元以上, 九华天地店调改后开业到 6 月平均在 135.6 万元日销。根据步步高王填总, 2024 年 3 月到 12 月调改后, 已经调改完成门店销售额翻了 6 倍, 客流量翻了 3 倍。

图17: 步步高和永辉调改门店家数



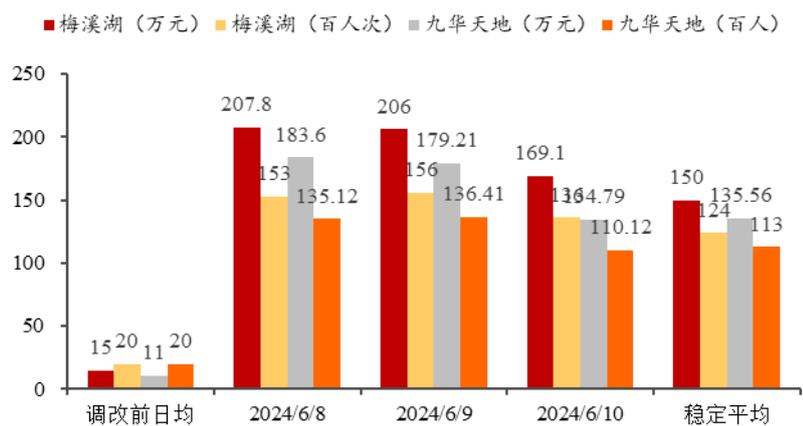
资料来源: 步步高调改公告, 永辉调改公告, 浙商证券研究所

图18: 步步高 2024 年各调改店销售额增长幅度



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图19: 步步高调改店日销估算

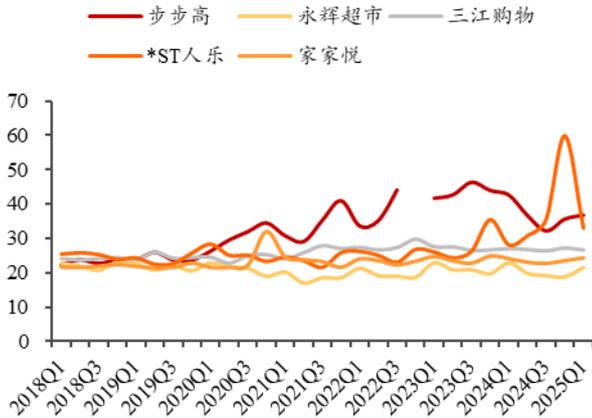


资料来源: 湘江早报, 潇湘晨报, 浙商证券研究所

客群的年轻化形成了本轮超市调改重要的增量客流, 步步高新增客群中主力客群为年轻一代。中国的线上化率不断提升趋势下, Z世代更容易接受电商、即时零售等更高效的履约方式, 对线下逛超市的意愿有所减弱。剩余客群年龄偏高, 价格敏感性较强, 叠加“二房东”状态下的货盘同质化, 超市毛利率承压。而步步高所处的长沙本身属于年轻人

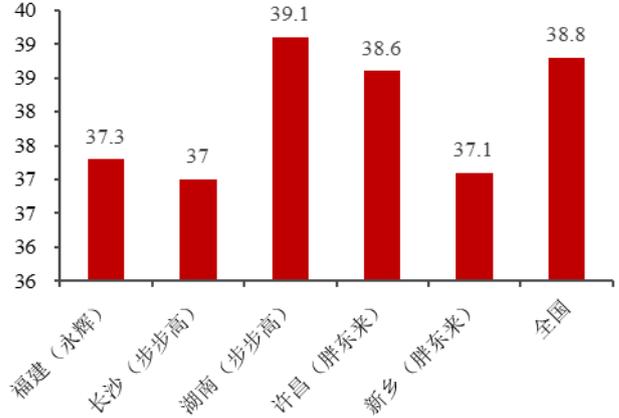
占比较高，新消费需求旺盛的城市，匹配新的客群重要性日益提升。步步高调改后，截至2024年12月，客流增长了三倍，80%新增客流都是85后的年轻一代。在长沙新增客流中的27%是来自同行，18%来自高端业态。

图20: 超市企业毛利率水平 (%)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图21: 步步高、永辉、胖东来所处区域人口平均年龄 (岁)

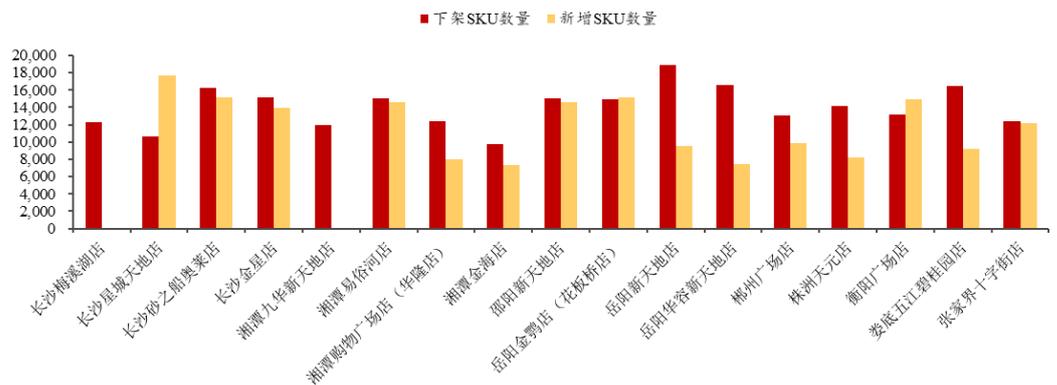


资料来源: 人口普查数据, 浙商证券研究所

2.3 货盘革新，商品品质化改革

货盘变化彻底，不依赖促销进行引流。步步高超市在调改后原有商品下架率平均在70%以上，新增商品占比平均在60%以上，新增SKU数量在7000-17000款不等，调改完成后达到和胖东来相似度90%以上的商品结构，一个很明显的变化是调改之后步步高不需要做促销，价格战压力减小，销售费用可以直接取消，只依赖商品的品质和消费者的信任。其中，商品的主要变化有三点：

图22: 步步高各门店下架和重新上架SKU数量 (个)



资料来源: 步步高调改公告, 浙商证券研究所

1) 烘焙熟食占比大幅提升。

客群变化后，年轻一代消费者更偏好加工类产品。步步高调改后，品类增长最快的是熟食、水果和烘焙。调改以后，生鲜农产品销售占比达到56%。步步高的烘焙从技术、设备、原材料和胖东来完全一致。步步高员工需要去胖东来中央厨房培训一个月才可上岗。

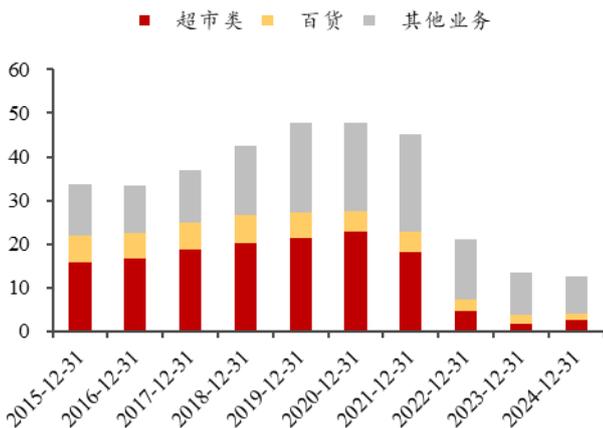
类似永辉，调改店增多后烘焙熟食的门店前店后厂模式效率较低，中央工厂落地势在必行。原有的步步高物流中心有场地但是没技术，2024年9月胖东来全程参与步步高中央工厂指导，新增烘焙车间、凉皮车间，优化熟食、面点车间工作环境。从设计到原材料提供，由胖东来团队全程参与。步步高中央厨房烘焙车间一期规划的面积3548平米，设计6条成型与包装生产线。此外为进一步保障食品安全，步步高设立了专业的检测中心，对食品进行严格的检测，覆盖了农残、重金属、微生物等多项关键指标。

2) 引入裸价采购模式。

步步高历史上主要毛利构成由“其他业务”为主，2024年其他业务贡献了65.8%的公司毛利。其他收入主要由租赁和物业费收入+供应商服务费组成。传统KA模式下门店没有选品权，供应商铺货下产品同质化，优秀商品无法进入货架陈列。对消费者吸引力变弱。

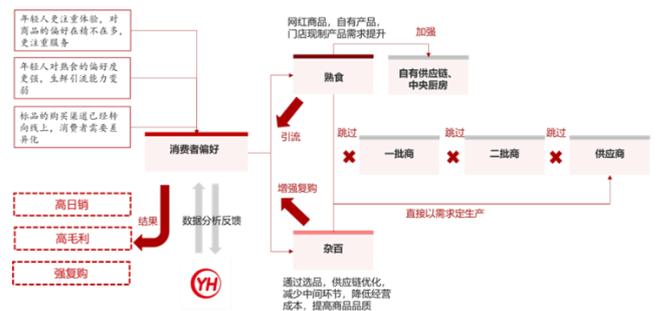
永辉、步步高、家家悦等企业积极推动裸采改革。永辉开始和供应商重新谈判，要求两个价格的“自主权”：1) 供价要与经销商同价，要求去中间化；2) 要求零售价卖场自主，不再受品牌商价格限制。永辉返给供应商的条件：取消一切前后台费用；取消退换货要求；超短结算账期。步步高则是实现了阳光采购、透明采购，极大地提升了供应链效率，增强了采购环节的透明度。

图23: 步步高毛利构成(亿元)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图24: 超市裸采逻辑



资料来源: 浙商证券研究所整理并绘制

3) 早期引入胖东来 DL 产品，后期自有产品逐渐接力

步步高历经重整之后，正处在恢复消费者信任的阶段。借助胖东来的流量和一定稀缺性，胖东来 DL 产品快速成为步步高超市的爆款。步步高调改引入了胖东来高人气商品，包含 DL 啤酒、DL 橙汁、DL 洗衣液等，品类涵盖烘焙、酒水、清洁日化等，价格不到百元。根据红星资本局，胖东来 DL 产品销售额占到整体调改店销售额近 1/3。

阶段性红利褪去后，自身的商品力打造才能留存竞争壁垒。2025年3月12日，步步高正式推出自有品牌“BL”，定义为“BetterLife, Better love”理念。3月28日，BL团队前往许昌向胖东来自有产品负责人进行学习，并计划在2025年上新60款不同品类的自有品牌商品，主要涉及鸡蛋、水饮乳品、家清快消、日用百货等板块。第一批次自有商品主要是标准商品，即可以通过品尝、触摸等方式，能够非常直观感受到品质感的商品。公司目标自有产品占比15%，自有产品是零售商品品牌认知的一个结果，也是后续线上和到家业务的重要基石，并非一蹴而就，仍然需要步步高买手、供应链团队、门店运营团队的通力协作，让消费者享受到线下零售的质价比。

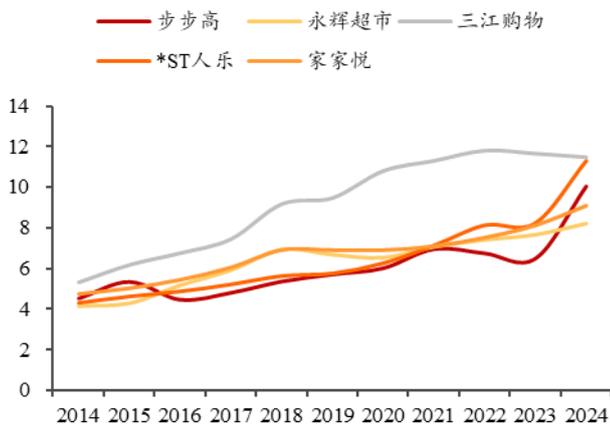
2.4 服务和体验升级，员工待遇改善

硬件设施升级，布局环境优化，服务质量提升，细节强化。 为了加强消费者逛超市的体验，步步高调改后取消强制动线，降低货架高度，整体视野更加通透。装修风格以低饱和的灰色系为主，灯光聚焦商品，视觉上更加舒适。增设便民服务区，为顾客免费提供自助测量身高体重等便民设施，休息区常备自助饮水机、常用药、老花镜和爱心糖果。提供现场加热、免费冰袋等服务，设置了免费充电区，针对性地推出了宠物寄存柜等。

场景化改造升级业态，加强服务。 步步高梅溪湖店打造“城市生活客厅”，融入亲子烘焙工坊、节气市集等 12 个体验模块；超市长沙金星路店由胖东来团队亲自设计升级为 3.0 版“智慧卖场”，客单价提升 28%。调改门店非食品销售占比从 32% 提升至 47%，充分体现出体验经济对消费升级的强大拉动作用。对齐胖东来标准，步步高调改店全面执行日清。推出“3 公里 30 分钟达”即时配送、“无忧退换货”等 12 项服务承诺。

员工福利大幅改善。 步步高调改进程中对人的关心放在第一位，员工薪酬大幅提升，虽然较胖东来仍有差距，但调改店员工工资已经从 2500 元增加到 4500 元。同时，营业时间从 8 点-22 点修改到 9:30-21:30，员工工作时间缩短两小时，入职一年后可以享受年休 10 天的政策。员工参与到门店分红，16 家调改门店 1 月份为一线员工发放利润分红超 300 万元，部分门店基层员工月收入超 6000 元以上。

图25：不同超市企业人均薪酬对比（万元）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图26：步步高岗位要求

岗位	招聘人数	年龄	薪资待遇
生鲜/非生鲜销售员	60	35周岁以内	4K-5K
收银员/服务员	40	30周岁以内	4K-5K
资产保护员	10	35周岁以内	4K-5K
海鲜加工师	2	35周岁以内	5K-7K
熟食技师	10	35周岁以内	5K-7K
肉类/水产技工	5	35周岁以内	5K-7K
促销员	60	45周岁以内	结合厂家要求执行
保洁员	10	48周岁以内	4K-5K

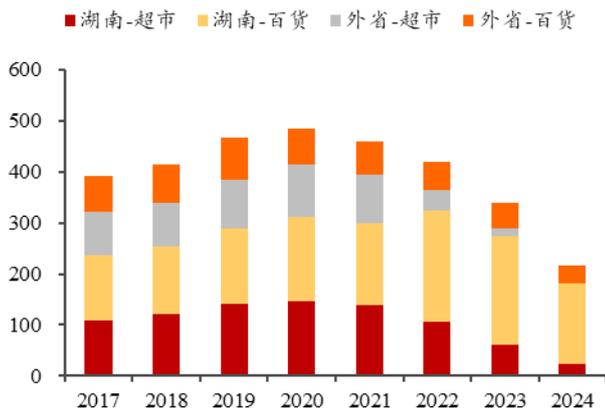
资料来源：今日头条，浙商证券研究所

3 百货调改同步启动，期待后续利润释放

3.1 百货为步步高核心资产，压舱石业务

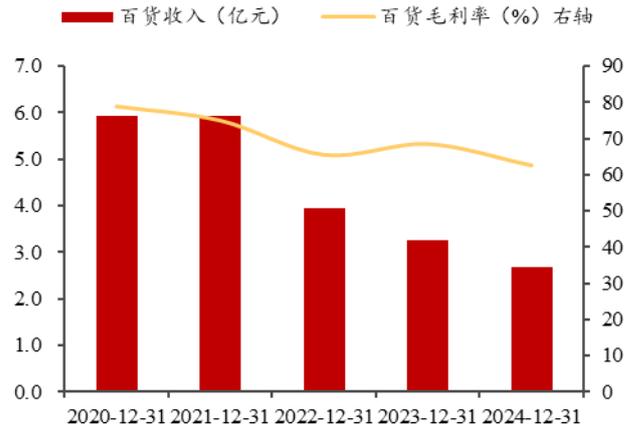
步步高百货业务属于压舱石业务。 百货为公司主要的重资产经营业务，公司 217 万建筑面积中，194 万方的建筑面积为百货。百货的资产价值体现在公司的投资性房地产中，2024 年公司投资性房地产为 137 亿元。由于租金和房价承压，每年该部分的公允价值变动计在公司的非经常损益中。经营性收益中，2024 年百货贡献 1.69 亿毛利。从而在以往的战略布局中，百货地位通常高于超市，商业体可以有效聚客，且向超市引流，公司资金紧张的时候也会采取“优先保百货”的策略。

图27: 步步高营业面积构成(万平方米)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

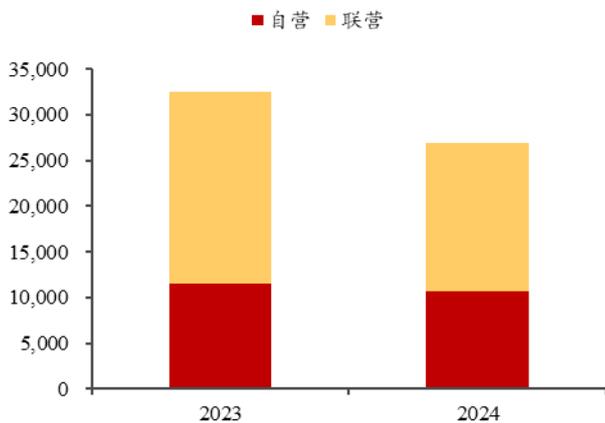
图28: 步步高百货贡献收入和毛利



资料来源: 公司公告, Wind, 浙商证券研究所

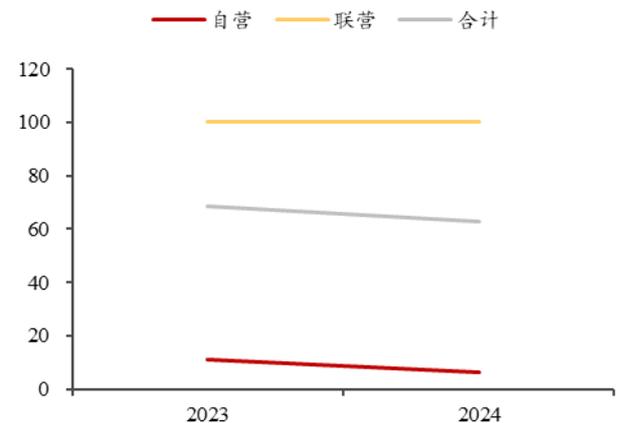
步步高百货业务以联营模式为主, 2024年2.7亿百货收入中60%为联营贡献。联营模式下毛利为净额确认, 直接按100%的毛利率计入收入, 因此步步高百货整体毛利率较高, 2024年百货毛利率62.71%, 其中自营毛利率6.17%。

图29: 步步高百货收入构成(万元)



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图30: 步步高百货分业务毛利率(%)



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

3.2 百货调改稳步推进, 组织架构调整优化

步步高百货调改难度会略大于超市: 1) 百货自营比例比较低, 货权较少, 汰换商品有一定难度, 更多考验选择品牌商经营的能力; 2) 百货一店一策, 没有类似超市的清晰的调改路径, 调改成效会有一定方差; 3) 百货调改效益显现速度比较慢, 对利润贡献更晚。

2024年5月步步高百货调改业也全面启动, 胖东来百货总经理袁总带队开启帮扶调改, 根据证券时报, 百货调改初具成效, “超市+购物中心”竞争优势增强, 通过“一店一策”场景化改造与长沙网红经济结合, 2024年购物中心独家品牌占比31%, 客单价提升22%。从调改思路, 主要有以下几个方面:

1) 类似超市, 百货调改首先从员工体验和报酬提升入手。2024年5月份起, 包括保洁等基层员工开始, 首批的梅溪天地和星城天地员工平均涨薪80%, 坚持尊重、公平、合理和激励等原则, 提升员工幸福感和满意程度, 最后落实到门店的服务质量提升。

2) **优化卖场环境**，梅溪广场和星城天地完成卫生间软性服务提升，逐步到位便民休闲椅、花植、饮水机、直饮水、体脂秤等便民服务设施，提升客户体验。

3) **品牌的汰换**，目前步步高百货仍然依赖大品牌进行合作，百货高化区客流稳定，公司第四大供应商为欧莱雅，2024 公司年采购额 5624 万，联营模式下贡献稳定业绩。对于其他业态，品牌的调整需要时间，商场方需要深度了解原因再做调整，同时对一些空铺做快速补位。

4) **新顾问引入，组织架构调整**，2025 年 5 月，公司宣布组织架构调整，其中原百货事业部已经改为购物中心事业部。同时根据联商网，步步高引入袁幸福担任步步高购物中心事业部顾问。袁总先后就职于茂业国际、银泰商业和东百集团。以东百商业为例，在袁幸福的带领下，东百商业在福州百货市场销售份额从 2018 年的 42.1%提升至 2021 年 63.3%。

我们认为根据袁总履历，其在打造“超级百货”，“无界百货”等较为有经验，上任后可能会逐步弱化百货，用经营面积来打造社交体验。购物中心事业部的成立也指明了未来调改的方向。我们预计步步高可能更多引入一些年轻人喜欢的二次元、集合店等加强对优质客群的引流能力。

图31: 步步高梅溪湖购物中心增加便民商品



资料来源：潇湘晨报，浙商证券研究所

图32: 步步高组织架构变化



资料来源：Wind，浙商证券研究所

4 盈利预测和投资建议

截至 2025Q1，步步高已经完成 17 家超市门店调改，2024 年 3 月到 12 月调改后单个门店调改日销增长在 6 倍以上。我们预计步步高调改完成门店有望实现单店日销 70 万（对应年销售额 2 亿以上），2025 年年底全部调改完毕，超市部门贡献 55.35 亿收入，yoy+201%。后台毛利取消+商品品质化改革后，前台毛利率有望迅速提升，根据联商网步步高超市调改后生鲜品类毛利率为 22%，我们预计 2025-2027 整体超市毛利率为 21%/22%/23%。

百货部分通过组织架构改革，新业态的入驻和购物中心化带来的客流增量，我们预计 2025-2027 年百货收入 3.4/3.6/3.9 亿元，yoy+5.4%/+4.6%/7.8%，毛利率恢复到 70%以上水平。

供应商促销费、租金收入等伴随超市调改的推进，占营业收入比例将逐渐降低，虽然短期损伤净毛利，但是货权转移给零售商后对长期商品力提升是利好。

表6：步步高盈利预测逻辑

(百万元)	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总收入	13256	8686	3087	3431	7755	9552	12102
yoy	-15.23%	-34.48%	-64.46%	11.14%	126.01%	23.17%	26.70%
总成本	8815	6623	1753	2168	4731	5781	7260
综合毛利	4441	2062	1334	1263	3024	3771	4842
毛利率(%)	33.50%	23.75%	43.22%	36.81%	39.00%	39.48%	40.01%
其他业务							
收入	2466	1882	1449	1245	1790	2204	2793
yoy	9.00%	-23.71%	-23.00%	-14.09%	43.77%	23.17%	26.70%
毛利	2237	1358	959	835	1611	1984	2514
毛利率(%)	90.70%	72.18%	66.20%	67.10%	90.00%	90.00%	90.00%
超市							
收入	9972	6277	1201	1839	5535	6898	8830
yoy	-17.76%	-37.05%	-80.87%	53.15%	200.95%	24.64%	28.00%
毛利	1789	482	166	255	1162	1518	2031
毛利率(%)	17.94%	7.68%	13.83%	13.86%	21.00%	22.00%	23.00%
百货							
收入	593	394	325	269	343	358	386
yoy	-0.03%	-33.54%	-17.49%	-17.24%	5.43%	4.61%	7.75%
毛利	445	259	223	169	240	258	286
毛利率(%)	75.06%	65.64%	68.60%	62.75%	70.00%	72.00%	74.00%
物流及广告							
收入	213	185	126	85	88	91	93
yoy	-2.67%	-13.42%	-31.91%	-32.09%	3.00%	3.00%	3.00%
毛利	26	22	-0	11	11	12	12
毛利率(%)	12.36%	12.13%	-0.01%	12.86%	12.86%	12.86%	12.86%

资料来源：公司公告，wind，浙商证券研究所

我们预计公司 2025-2027 年实现营业收入 77.55/95.52/121.02 亿元，同比 +126.01%/+23.17%/+26.70%，实现归母净利润 1.84/4.02/6.74 亿元，同比 -84.81%/+118.29%/+67.68%，对应 PE 81X/37X/22X，我们采用和公司同属超市行业的永辉超市、家家悦等作为可比公司，公司远期估值水平相对较低，且处在利润快速释放的阶段，首次覆盖给予“买入”评级。

表7：可比公司 PE 估值表

公司	现价	净利润 (亿元人民币)				PE				PEG	总市值 (亿元)
	5月21日	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E		
步步高	5.54	12.12	1.84	4.02	6.74	12	81	37	22	0.9	149
行业均值						23	45	43	29	2	
家家悦	10.76	1.32	1.85	2.26	2.60	52	37	30	26	2.0	69
高鑫零售	2.20	-16.05	4.05	8.02	10.64	-12	48	24	18	0.8	193
永辉超市	5.15	-14.65	-2.72	5.98	11.83	-32		78	40		467
天虹股份	5.50	0.77	1.28	1.61	1.95	84	50	40	33	2.1	64

资料来源：wind，浙商证券研究所

注：除步步高外其他公司采用 Wind 一致预期，统一改为人民币，汇率采用 Wind 测算

5 风险提示

客流不及预期风险

调改观察窗口还较短，其可持续性和稳态客流依然是市场分歧较大的部分，如果胖东来停止调改后客流可能会有所回调

盈利不及预期风险

步步高门店处于清退关闭阶段，资产端和盈利端可能受到减值的影响，改善可能不及预期

宏观经济波动风险

CPI持续降低会影响商超价格，进而影响同店，在成本刚性情况下冲击业绩

第三方数据与公司经营情况不一致风险

步步高、永辉调改受到各界关注，且胖东来为非上市公司，媒体公开资料存在与公司实际经营情况不一致的问题，请投资者仔细甄别

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	1970	10834	16276	17805
现金	1030	9109	14262	15744
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	0	182	240	257
其它应收款	0	0	0	0
预付账款	83	281	360	387
存货	325	727	1094	1193
其他	532	534	320	224
非流动资产	20159	22092	21079	20868
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	17598	17084	17314
资产总计	22129	32926	37355	38673
流动负债	4052	15101	19198	19638
短期借款	0	3000	3000	3000
应付款项	773	3742	5011	4874
预收账款	0	0	0	0
其他	3279	8359	11186	11763
非流动负债	9859	9420	9345	9542
长期借款	6311	6311	6311	6311
其他	3548	3110	3035	3231
负债合计	13911	24522	28543	29179
少数股东权益	349	351	356	365
归属母公司股东权	7869	8053	8455	9129
负债和股东权益	22129	32926	37355	38673

现金流量表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	(209)	5894	5014	1544
净利润	1227	186	407	682
折旧摊销	584	466	418	430
财务费用	201	196	172	122
投资损失	(2902)	(10)	(10)	(10)
营运资金变动	(4821)	7533	4217	287
其它	5502	(2477)	(189)	34
投资活动现金流	(314)	(852)	400	77
资本支出	254	146	251	194
长期投资	572	(614)	219	59
其他	(1140)	(383)	(69)	(176)
筹资活动现金流	1026	3037	(262)	(139)
短期借款	(6114)	3000	0	0
长期借款	2536	0	0	0
其他	4604	37	(262)	(139)
现金净增加额	503	8079	5152	1482

利润表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	3431	7755	9552	12102
营业成本	2168	4731	5781	7260
营业税金及附加	108	216	310	371
营业费用	1176	1939	2292	2905
管理费用	205	349	382	484
研发费用	23	51	63	80
财务费用	201	196	172	122
资产减值损失	451	8	10	12
公允价值变动损益	(521)	(100)	(100)	(100)
投资净收益	2902	10	10	10
其他经营收益	115	26	21	18
营业利润	1603	202	473	797
营业外收支	(235)	5	5	5
利润总额	1368	207	479	803
所得税	141	21	72	120
净利润	1227	186	407	682
少数股东损益	15	2	5	8
归属母公司净利润	1212	184	402	674
EBITDA	2126	867	1066	1352
EPS (最新摊薄)	0.45	0.07	0.15	0.25

主要财务比率

	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	11.14%	126.01%	23.17%	26.70%
营业利润	/	-87.41%	134.57%	68.43%
归属母公司净利润	/	-84.81%	118.29%	67.68%
获利能力				
毛利率	36.81%	39.00%	39.48%	40.01%
净利率	35.76%	2.40%	4.26%	5.64%
ROE	21.23%	2.22%	4.67%	7.36%
ROIC	8.09%	1.80%	2.71%	3.70%
偿债能力				
资产负债率	62.86%	74.47%	76.41%	75.45%
净负债比率	46.68%	39.67%	33.76%	32.97%
流动比率	0.49	0.72	0.85	0.91
速动比率	0.41	0.67	0.79	0.85
营运能力				
总资产周转率	0.15	0.28	0.27	0.32
应收账款周转率	41.43	66.34	45.26	48.68
应付账款周转率	1.31	2.16	1.35	1.49
每股指标(元)				
每股收益	0.45	0.07	0.15	0.25
每股经营现金	-0.08	2.19	1.86	0.57
每股净资产	2.93	3.00	3.14	3.40
估值比率				
P/E	12.29	80.91	37.06	22.10
P/B	1.89	1.85	1.76	1.63
EV/EBITDA	9.02	20.97	12.09	8.56

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 8 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>

Hy767