

# 胖东来调改即是反内卷

## 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。胖东来帮扶调改帮助公司重塑供应体系和消费者良性互动关系，取得下一轮周期的先发优势。公司现阶段聚焦湖南本地消费，超市调改已经取得初步成效，百货调改能够衔接超市客流和客群的积极变化，综合体模式具有持续成长潜力。

## 摘要

公司重组后实现公司治理的改善。公司自2023年起持续推进重整最终于2024年8月顺利获得通过，公司治理得到极大改善的同时，财务状况得到了明显缓解，同时引入了多家产业资本在供应链、营销选品、系统建设等方面带来多重助力。公司今年已经被撤销风险警示，有望吸引更多投资者关注。

**专注深耕湖南，本地化货盘快速响应。**湖南将近7000万本地人口消费能力和意愿强，公司目前保留27家超市和32家百货，专注于深耕湖南本地消费者，供应链的改造成本低，适应性好。公司经营改革迅速，上半年已经实现经营性盈利。

**胖东来调改本质是顺应质价比时代的到来。**过去数年公司持续减少外省和湖南地区门店，自2024年4月开始公司邀请胖东来核心团队进行第一家门店长沙梅溪湖店的胖东来式改造，调改后的门店大获成功，之后公司逐步开始将胖东来经营理念推进到其他门店调整，目前已基本完成现有19家超市的改头换面，成熟门店日均销售稳定超过80万元，与本地消费者构建良好的互动生态。我们认为专注提升产品和服务质量的差异化竞争道路是胖改成功的关键，也是契合反内卷的差异化成功路径。

**引入强势团队推进百货升级改造。**凭借超市调改带来的客流增量和客群年轻化趋势，公司引进打造过多个成功项目的袁幸福团队进驻推进百货业态的升级。我们认为调改后超市+百货综合体类似胖东来天使城，能够将流量最有效率的内部化，大大提升百货调改成功的概率。

## 步步高 (002251.SZ)

首次覆盖

增持

刘乐文

liulewen@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521080003

SFC 编号:BPC301

发布日期：2025年08月07日

当前股价：4.77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
-4.02/-8.21	-23.06/-33.39	55.88/31.37

12月最高/最低价(元) 7.36/2.50

总股本(万股) 268,869.97

流通A股(万股) 207,487.21

总市值(亿元) 128.25

流通市值(亿元) 98.97

近3月日均成交量(万) 11368.91

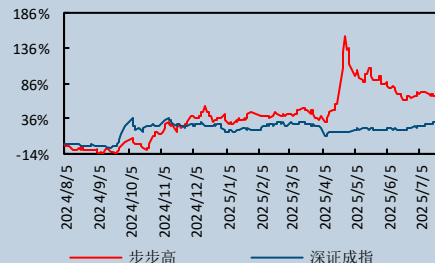
#### 主要股东

步步高商业连锁股份有限公司破产

企业财产处置专用账户

11.14%

### 股价表现



### 相关研究报告

**投资建议：**我们预计公司 2025-2027 年收入分别为 72.89 亿元/90.06 亿元/106.52 亿元、对应归母净利润分别为 2.59 亿元/4.29 亿元/6.19 亿元，对应 PE 分别为 50X/30X/21X。结合相对估值和绝对估值法，我们认为公司合理市值在 146 亿元，首次覆盖，予以“增持”评级。

#### 风险提示：

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。

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。

我们预计的调改成熟门店的坪效为 3.65 万元/m<sup>2</sup>，即对应超市店效 85 万元/日，如果调改的持续效果不及预期，我们测算调改门店坪效分别降低至 2.8 万元/m<sup>2</sup>和 3.2 万元/m<sup>2</sup>，且各项成本固定的情况下，门店层面净利润率分别为 2.68%和 4.0%，对应 2027 年公司整体净利润分别为 2.95 亿元/4.46 亿元。

#### 重要财务指标

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(亿元)	31.01	34.38	72.89	90.06	106.52
YOY(%)	-64.54	10.87	112.01	23.56	18.28
净利润(亿元)	-18.89	12.12	2.59	4.29	6.19
YOY(%)	25.50	-164.16	-78.63	65.48	44.49
毛利率(%)	43.47	36.94	35.23	35.38	37.60
净利率(%)	-60.92	35.25	3.55	4.76	5.81
ROE(%)	-66.00	15.40	3.19	5.04	6.88
EPS(摊薄/元)	-2.19	0.45	0.10	0.16	0.23
P/E(倍)	-1.09	13.57	49.51	29.92	20.71
P/B(倍)	0.86	1.24	1.58	1.51	1.43

资料来源：iFinD，中信建投证券

## 目录

投资要件.....	1
关键假设.....	1
我们为什么与市场普遍观点不同.....	1
估值和目标价格.....	1
股价上涨的催化因素.....	1
投资风险.....	1
一、步步高破产重组情况梳理.....	3
（一）重组成功焕发新生.....	3
（二）重整方案引入多重产业资源.....	4
二、胖东来调改：“反内卷”的成功案例.....	6
（一）胖东来如何“反内卷”.....	6
（二）步步高超市“胖改”进度迅速.....	7
（三）调改高管到位，百货有望衔接超市调改热度.....	9
盈利预测与估值.....	10
投资评价和建议.....	14
风险分析.....	15
报表预测.....	16

## 投资要件

### 关键假设

1.我们认为现阶段消费存在回归线下的趋势，一方面消费者一天使用手机等线上工具的时间存在上限，另一方面线下租金和线上流量费用走势已持续叉分，质价比时代体验感逐渐成为吸引消费者回归线下的的重要因素。

2.胖东来调改有助于快速建立信任，且主要为本地客流，几乎没有外来游客因素的扰动，因为目前的经营成效经过时间考验，具有可持续性。我们认为其已经形成了员工幸福、客户满意、企业盈利的良性循环。

3.我们预计调改客群结构年轻化，有助于公司实现差异化竞争，成熟后的百货+超市单个综合体平均可以实现 2600 万元的年利润，对应 4500 万元的自由现金流。

### 我们为什么与市场普遍观点不同

1.胖改就是零售反内卷的优秀解决方案。市场关注反内卷主要在于摆脱低价无序竞争，而低价竞争的本质是没有差异化，但低质量商品的提价本身就是不成立的。胖东来近年来的零售表现充分突出了质价比路线的可行性，其对外帮扶调改带来的高质量供给也证明了在全国各地都存在胖改的土壤。

2.市场认为百货调改的难度高，特别是在商业地产持续下行的阶段压力重重，但我们关注到超市调改带来的客流增量和客群年轻化趋势，这部分客流的外溢能够为楼上的百货/购物中心带来有效增量。

### 估值和目标价格

考虑到 2025 和 2026 年还处于超市和百货调改的推进阶段，短期内的业绩倍数估值不足以充分反映公司未来持续的盈利能力。结合相对估值和绝对估值法，我们认为公司合理市值在 146 亿元，首次覆盖，予以“增持”评级。

### 股价上涨的催化因素

- 1.公司百货调改门店亮相，客流及消费转化持续超预期。
- 2.公司恢复超市门店的扩张，以及在自主调改下，相应的销售数据持续验证。

### 投资风险

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。

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。

我们预计的调改成熟门店的坪效为 3.65 万元/m<sup>2</sup>，即对应超市店效 85 万元/日，如果调改的持续效果不及预期，我们测算调改门店坪效分别降低至 2.8 万元/m<sup>2</sup>和 3.2 万元/m<sup>2</sup>，且各项成本固定的情况下，门店层面净利润率分别为 2.68%和 4.0%，对应 2027 年公司整体净利润分别为 2.95 亿元/4.46 亿元。

## 一、步步高破产重组情况梳理

### （一）重组成功焕发新生

2021年起，步步高连续三年门店收缩、净利润为负，偿债能力恶化。2023年7月7日，债权人龙牌食品以步步高无法清偿债务为由，向湘潭中院申请重整，认为其作为湖南零售龙头具备挽救价值。

**表 1:步步高破产重组时间线**

时间	公告	事件
2023年7月17日	关于收到法院预重整决定书及指定临时管理人的公告	湘潭中院决定对公司启动预重整
2023年7月25日	关于临时管理人公开招募和遴选预重整投资人的公告	公司向社会公开招募和遴选重整投资人
2023年10月29日	关于公司股票被实施退市风险警示暨股票停牌的公告	2023年10月31日起公司股票交易被深圳证券交易所实施退市风险警示，股票简称由“步步高”变更为“*ST步步高”
2024年1月2日	关于第一次债权人会议召开情况的公告	步步高股份重整案第一次债权人会议顺利召开
2024年1月8日	关于十四家全资子公司第一次债权人会议召开情况的公告	步步高股份十四家全资子公司第一次债权人会议顺利召开
2024年3月28日	关于法院裁定批准全资子公司调整提交重整计划草案期限的公告	湘潭中院裁定批准湘潭华隆步步高、湘潭新天地步步高于2024年4月26日前提交重整计划草案
2024年4月8日	关于确定产业投资人暨风险提示的公告	公司接到管理人的通知，获悉步步高股份重整投资人招募第二轮评审会议已顺利召开 并经管理人确认，确定成都白兔有你文化传播有限公司（吉富白兔联合体成员）、中国对外经济贸易信托有限公司（联合其产业合作伙伴中化现代农业有限公司）为中选产业投资人
2024年4月23日	关于补充确定重整投资人的公告	公司接到管理人的通知，获悉步步高股份重整投资人招募第三轮评审会议已顺利召开 补充确定物美科技集团有限公司和北京博雅春芽投资有限公司、湘潭电化产投控股集团有限公司为产业投资人
2024年5月24日	关于出资人组会议决议的公告	确定吉富创业投资股份有限公司、上海宏翼私募基金管理有限公司、远鉴私募基金管理（江苏）有限公司、中国对外经济贸易信托有限公司、盛世景资产管理集团股份有限公司、湘潭九华资产管理与经营有限公司、深圳招商平安资产管理有限责任公司、长沙湘江资产管理有限公司、一元华楚联合体、中冠宝联合体、隆杰达华瑞联合体为中选财务投资人
2024年7月1日	关于公司及其十四家子公司重整计划获得法院裁定批准的公告	通过了《步步高商业连锁股份有限公司及其十四家子公司重整计划（草案）之出资人权益调整方案》 公司及其十四家子公司分别收到湘潭中院送达的《民事裁定书》，裁定批准步步高股份及其十四家子公司《步步高商业连锁股份有限公司及其十四家子公司重整计划》（以下简称“重整计划”），并终止步步高股份及其十四家

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

		子公司的重整程序
2024年7月29日	关于重整计划资本公积金转增股本实施的公告	因执行《重整计划》进行资本公积金转增股本
2024年8月1日	关于重整计划资本公积金转增股本实施进展暨公司股票复牌的公告	公司为执行《重整计划》拟转增的 1,848,481,036 股股份已全部完成转增，其中 1,175,316,633 股为首发后限售股，673,164,403 股为无限售条件流通股，公司总股本由 840,218,653 股增加至 2,688,699,689 股。上述 1,848,481,036 股股份已全部登记至管理人开立的步步高股份破产企业财产处置专用账户，后续将由法院根据申请另行扣划至重整投资人及债权人指定账户
2024年9月27日	关于公司及十四家子公司重整计划执行完毕的公告	公司收到湘潭中院送达的《民事裁定书》，湘潭中院裁定确认《步步高股份及其十四家子公司重整计划》（以下简称“《重整计划》”）执行完毕并终结重整程序
2024年10月14日	关于公司股票交易撤销退市风险警示并继续被实施其他风险警示暨临时停牌的公告	本次撤销退市风险警示后将继续实施其他风险警示，公司股票简称将由“*ST 步步高”变为“ST 步步高”
2025年4月17日	关于公司股票交易撤销其他风险警示暨复牌的公告	自 2025 年 4 月 21 日开市起撤销其他风险警示，证券简称由“ST 步步高”变更为“步步高”

资料来源：公司公告，中信建投证券

**重整启动：**2023 年 7 月 17 日，湘潭中院决定对公司启动预重整。2023 年 7 月 26 日，管理人启动投资人招募工作。2023 年 10 月 26 日，法院裁定受理重整，公司股票于 2023 年 10 月 30 日停牌一天，复牌交易起被实施退市风险警示，股票简称改为“\*ST 步步高”。

**重整投资人确定：**2024 年 4 月 7 日，重整投资人招募第二轮评审会议确定白兔集团、外贸信托及其产业合作伙伴中化农业为中选产业投资人。2024 年 4 月 23 日，重整投资人招募第三轮评审会议补充确定物美集团和博雅春芽、湘潭电化产投为产业投资人；确定吉富创投、上海宏翼基金、远鉴基金、外贸信托、盛世景资管、九华资管、招商平安、湘江资管、一元华楚联合体、中冠宝联合体、隆杰达华瑞联合体为中选财务投资人。

**重整方案提交：**2024 年 4 月 25 日，公司及管理人向湘潭中院提交了重整计划草案。2024 年 6 月 25 日，债权人会议表决通过《重整计划（草案）》。2024 年 6 月 30 日，湘潭中院裁定批准《重整计划》，并终止步步高及其十四家子公司的重整程序。

**重整计划实施：**步步高以总股本 840,218,653 股为基数，按每 10 股转增 22 股的比例实施资本公积金转增，共计转增 1,848,481,036 股股票。2024 年 8 月 1 日资本公积金转增股本进行股权登记，当日停牌；2024 年 8 月 2 日转增股份上市，当日复牌。2024 年 9 月 11 日，全部产业投资人及财务投资人足额缴纳了 25 亿元重整投资款。2024 年 9 月 27 日，湘潭中院裁定确认步步高及十四家子公司重整计划执行完毕，并终结步步高及十四家子公司重整程序。

2024 年 10 月 14 日，深交所同意撤销对公司股票交易实施的退市风险警示，股票简称由“\*ST 步步高”变为“ST 步步高”，自此历时近一年的步步高破产重组完成。

## （二）重整方案引入多重产业资源

**权益调整：**按照《重整计划》，步步高以总股本 840,218,653 股为基数，按照每 10 股转增 22 股实施资本公

积金转增, 共计转增约 1,848,481,036 股, 其中 1,175,316,633 股股票用于有条件引入重整投资人, 另外 673,164,403 股用于按照重整计划的规定支付相关重整费用及清偿各类债权, 股票抵债价格为 9.69 元/股。

**表 2: 重整投资人分配方案**

单位	股份数	价格 (元/股)	总额 (元)	锁定	解锁时间	
产业投资人	白兔集团	241,982,972	1.65	399,271,904	36 个月	2027 年 8 月 2 日
	外贸信托	70,000,000	1.90	133,000,000	24 个月	2026 年 8 月 2 日
	湘潭电化	42,424,242	1.65	69,999,999	36 个月	2027 年 8 月 2 日
	物美集团及博雅春芽	181,818,181	1.65	299,999,999	36 个月	2027 年 8 月 2 日
财务投资人	639,091,238	2.50	1,597,728,095	12 个月	2025 年 8 月 2 日	

资料来源: 公司公告, 中信建投证券

其中财务投资人包括吉富创投、外贸信托、招商平安、湘江资管、九华资管、上海宏翼基金、远鉴基金、盛世景资管、一元华楚联合体、隆杰达华瑞联合体、中冠宝联合体。

**产业投资人支持:** 白兔集团、湘潭电化产投、物美集团及博雅春芽为产业投资人, 通过资金支持、产业资源赋能及管理重构帮助步步高走出供应链低效、数字化滞后的困境, 减轻债务负担并提高可持续盈利能力。重点赋能生鲜供应链、自有品牌孵化及数字化基建, 提升中长期竞争力:

白兔集团与步步高股份组建合资公司进行“产品严选”, 为步步高股份超市搭建自营商品供应链体系, 逐步将合资公司的自营商品进行品牌化, 并将与步步高股份的合资公司作为培育自营商品供应链体系的唯一平台; 外贸信托产业合作伙伴中化农业与步步高股份开展优质农产品的产销合作、联营合作、供应链上下游合作、直播带货合作、电商平台合作等, 帮助步步高股份优化超市业务生鲜产品供应链, 减少生鲜产品的供应链中间流转环节, 降低采购成本及损耗率, 助力步步高超市在生鲜产品领域取得竞争优势; 物美集团及博雅春芽利用强大的数字化能力助力步步高股份提高运营效率, 并助力步步高股份进一步提升供应链能力。此次转增后, 原第一大股东步步高集团及其一致行动人张海霞持股比例由合计 29.90% 稀释至 9.34%。

**表 3: 重整前后股权结构变化**

股东名称	转增前		转增后	
	持股数量 (股)	持股比例	持股数量 (股)	持股比例
步步高投资集团股份有限公司	199,251,438	23.71%	199,251,438	7.41%
张海霞	51,958,322	6.18%	51,958,322	1.93%
湘潭产投产兴并购投资合伙企业 (有限合伙)	86,390,395	10.28%	86,390,395	3.21%
湘潭晟立企业管理合伙企业 (有限合伙)	0	0.00%	42,424,242	1.58%
北京物美博雅春芽科技发展中心 (有限合伙)	0	0.00%	163,636,363	6.09%
北京雅信春芽科技发展中心 (有限合伙)	0	0.00%	18,181,818	0.68%
川发宏翼私募证券投资基金 (温州) 合伙企业 (有限合伙)	0	0.00%	137,123,684	5.10%
白兔有你文化科技 (温州) 合伙企业 (有限合伙)	0	0.00%	104,859,288	3.90%

资料来源: 公司公告, 中信建投证券

## 二、胖东来调改：“反内卷”的成功案例

### （一）胖东来如何“反内卷”

首先胖东来自身就是“反内卷”的成功案例。在经营效率方面，胖东来是超市行业中的领先者。2024年，胖东来包含百货在内的整体经营坪效指标从 3.80 万元/平米提升到了 6.01 万元/平米，远远高于行业平均水平，利润增长率达 471%。胖东来 14 家门店门庭若市，相当于部分来自于外地游客慕名而来，其背后代表消费者追求品质生活，对于优质商品的需求远远没有得到满足。

图 1:胖东来部分自营商品

DL100%葡萄复合果汁1L*6 已售罄 ¥87.00	DL草莓水果燕麦脆320g 已售罄 ¥21.00	DL零反式脂肪葵花籽油5L*4 已售罄 ¥276.00	DL多效香氛洗衣液 3kg*4 已售罄 ¥79.20
DL100%芒果复合果汁1L*6 已售罄 ¥78.00	DL鳕鱼干原味40克 已售罄 ¥9.90	DL低芥酸菜籽油1.8L*6 已售罄 ¥156.00	DL香氛洁净洗衣珠（海洋香型）840g 已售罄 ¥39.80
DL精酿黑啤酒500ml*12 已售罄 ¥57.00	DL每日坚果燕麦脆320g 已售罄 ¥16.80	DL小磨芝麻酱300g 已售罄 ¥11.80	DL帆布手提袋BD-30302 已售罄 ¥241.00
DL宝丰自由爱（白酒）500ml*6 已售罄 ¥450.00	香辣牛肉条 已售罄 ¥30.60	DL压榨一级花生油5L*4 已售罄 ¥396.00	DL帆布手提袋BD-30203 已售罄 ¥270.00

数据来源：胖东来线上商城小程序，中信建投证券

表 4:胖东来部分经营数据整理

	2021	2022	2023	2024
超市业务收入/亿元	31	40	46	81
整体业务收入/亿元	70	70	107	170
门店数	11	13	14	14
面积/m <sup>2</sup>	166475	176475	282475	282475
整体坪效（万元/m <sup>2</sup> ）	4.20	3.97	3.80	6.01
利润/亿元	-	-	1.4	8

资料来源：于东来官方抖音账号，中国连锁经营协会，中信建投证券

胖东来带来的“质价比”理念起到了一定的示范作用，并且通过帮扶永辉超市、步步高等传统零售企业从KA模式转型为自营模式，将这样的良性循环带到全国各地。根据连锁经营协会数据，挑选出三家2024年胖东来调改的超市惠友、新乐、邻里，虽然各处不同区域，但店均收入都在去年大幅提升，反映了胖东来调改的模

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

式在各地区都有亮眼的战绩。根据联商网数据，新乐超市“胖改”首店西关店改造投入超 900 万元，员工增编 58%，薪资增长 29%，坪效提升完全覆盖了薪资开支。该店调改后来客数增长 68%，客单价增长 28%，销售收入翻番，顾客满意度达到 95% 以上。

**表 5: 胖东来部分帮扶调改超市经营数据**

超市	惠友		新乐		邻你	
时间	2023	2024	2023	2024	2023	2024
收入/亿元	25	23	9	10	13	13
YOY%	3.4%	-8.4%	12.5%	9.4%	-0.2%	4.8%
门店数	51	40	48	42	24	18
YOY%	-3.8%	-21.6%	-11.1%	-12.5%	-4.0%	-25.0%
店均/万元	4,896	5,716	1,897	2,373	5,298	7,403

资料来源：中国连锁经营协会，中信建投证券

## （二）步步高超市“胖改”进度迅速

步步高在其重整计划中提到，将系统性引入胖东来的经营理念与供应链体系，全面学习胖东来服务标准与运营逻辑；接入胖东来商品资源，优化供应渠道；强化线下体验与线上营销协同，改革采购评价机制等，多种方式提升经营水平。目前胖东来已启动对步步高超市门店的帮扶行动，从商品、价格、环境、员工等各方面对超市门店进行调改，切实提升了消费者和员工福祉。

2024 年 3 月 31 号，于东来亲自率队进驻长沙，启动步步高帮扶行动。胖东来调改首店梅溪湖店从 2024 年 4 月 1 日开始调改，期间并未停止营业，经营业绩提效明显，日均客流从 2100 人跃升至 1 万人，销售额从调改前日均 15 万到 4 月 15 日达到 100 万、4 月 20 日 142 万、5 月 1 日 240 万直至 2025 年春节的最高 500 万。至 2025 年春节假期，步步高已调改 16 家门店，销售额同比增长 326%，进店客流突破 200 万人次，实现较调改前日均客流增长 5 倍、日均销售增长 6 倍。2024 年百货业态借助胖东来百货团队指导赋能超市门店调改的契机，实现了年度客流 2.12 亿人次，相较 2023 年增长 15.5%。截止 7 月底，公司已经完成 19 家门店的调改

**表 6: 步步高门店调改进度**

调改开始时间	重新开业时间	门店	下架单品数	下架比	重新规划单品数	新增单品占比
2024 年 4 月 5 日	2024 年 4 月 25 日	长沙梅溪湖店	17,925	65.70%	8,622	46.00%
2024 年 5 月 15 日	2024 年 5 月 22 日	湘潭九华新天地店	-	70.00%	-	-
2024 年 6 月 26 日	2024 年 7 月 20 日	长沙星城天地店	10,632	71.00%	17,659	58.70%
2024 年 7 月 17 日	2024 年 8 月 24 日	邵阳新天地店	14,982	70.70%	14,558	65.50%
2024 年 8 月 19 日	2024 年 9 月 21 日	湘潭易俗河广场店	14,982	70.00%	14,558	65.50%
2024 年 8 月 19 日	2024 年 9 月 28 日	长沙砂之船奥莱店	16,284	75.27%	15,137	64.78%
2024 年 9 月 18 日	2024 年 10 月 27 日	岳阳金鸚店	-	-	-	-
2024 年 10 月 10 日	2024 年 10 月 30 日	岳阳花板桥店	14,909	72.23%	15,107	65.46%

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

2024年9月9日	2024年11月8日	湘潭购广超市店	12,358	73.00%	8,020	64.28%
2024年10月11日	2024年11月8日	湘潭华隆店	12,358	73.00%	8,020	64.28%
2024年10月10日	2024年11月23日	郴州广场店	13,042	74.96%	9,853	68.84%
2024年10月28日	2024年11月30日	湘潭金海店	9,773	74.72%	7,347	64.44%
2024年10月28日	2024年12月11日	株洲天元店	14,197	75.56%	8,236	66.91%
2024年11月4日	2024年12月18日	岳阳新天地店	18,846	75.89%	9,479	67.89%
2024年11月4日	2024年12月31日	衡阳广场店	13,127	77.05%	14,877	69.97%
2024年7月10日	2025年1月1日	长沙金星店	15,175	79.85%	13,917	68.80%
2024年12月5日	2025年1月15日	岳阳华容新天地店	16,544	76.14%	7,450	64.97%
2024年12月5日	2025年1月18日	娄底五江碧桂园店	16,436	78.72%	9,177	67.28%
2025年3月5日	2025年4月18日	长沙丽发新城店	16,164	78.73%	12,569	63.91%
2025年3月11日	2025年4月25日	张家界十字街店	12,343	77.59%	12,207	66.74%
2025年6月25日	2025年8月上旬	永州舜德店	-	-	-	-

资料来源：步步高超市公众号，中信建投证券

对员工来说，“胖改”后工作时间缩短，工资提升。步步高超市营业时间由8点至22点调整为9点30分至21点30分，使员工工作时长缩短两小时；员工月工资由2500元提升至4500元，相较于2024年平均工资涨幅接近60%。调改门店通过设置薪酬底线标准、关心员工状态和感受，激励员工以更好的工作状态待客。

对消费者来说，“胖改”后步步高超市商品品类更加丰富，调改平均下架比超过70%，平均新增单品占比超过60%，梳理后商品结构达到胖东来商品结构的90%以上。胖东来的DL自有商品在自身供不应求的状态下仍然按成本价供给步步高，且要求步步高超市不得涨价，使顾客能够以合理的价格享受到高品质服务。

根据联商网报道，首家胖改店长沙梅溪湖店已经调改超过一年，日均客流从2100人跃升至1万人，销售额从20.5万元提升至117万元，19-30岁年轻客群占比显著提升，每周购物3-4次的顾客占比提升至30%。许昌胖东来由于其网红效应会吸引到大量游客消费者，但湖南步步高并不会因为胖改而有游客，几乎可以认为全部是本地消费者，因而持续调改后的销售成绩代表了周边客户已经与门店构成了稳定的消费关系，经营业绩具有持续性。

我们预计调改后门店客单价在50-100元，按每周2次购物频率计算，月消费额约400-800元，预计其吸引的主要目标客户群体为月收入达到5000元的中青年群体。按照2024年湖南常住人口6539万人估算，对应目标客群在5%的渗透率即对应300万人，考虑家庭单位后预计900万人。如果按照一家高质量门店所在3公里范围内对应20-30万居民来计算，预计胖改超市在湖南地区的空间在30-45家，目前同类型超市生态位上步步高所面对的本地竞争对手并不多，我们认为步步高旗下胖改超市在湖南地区可以开到30家规模。

### （三）调改高管到位，百货有望衔接超市调改热度

原先大龄客群对于价格高度敏感，且生活方式较为固定，难以转化为百货客户。如前述，步步高超市调改后客流存在明显的结构性改善，年轻客户占比明显提升，这部分客群对于新型业态和新锐品牌具有较好的认知基础，如果百货内部品牌进行年轻化改造，能够有效承接超市“外溢”的客流量。

根据联商网报道，曾在茂业国际、银泰商业和东百集团任职的袁幸福（成功打造出银泰百货杭州武林总店、福州东百中心、邯郸新世纪中心等众多标杆项目）于 2025 年 5 月携团队加入步步高担任购物中心事业部顾问，负责百货业务的调改。袁幸福团队 2022 年在三线城市邯郸参与新世纪中心项目的调改，引入国际一线品牌并重塑高效的组织架构，成为了下沉市场的首个 3.0 版超级百货。该团队加入步步高有望加强公司的招商能力，对于引入年轻化品牌具有积极帮助，同时能够升级步步高现有百货的管理效率和服务水平，将超市提供的热度带入到整个综合体内。

由于公司目前的物业绝大部分为自有状态，也就是绝大部分成本是固定的，因而调改后如果带动经营收入和租金收入的提升，对应的经营杠杆高，能够有效带动公司的收益提升。

## 盈利预测与估值

我们认为公司目前留存的百货+超市综合体在改造后具有向胖东来天使城、时代广场等标杆项目看齐的潜质，对线下消费客流的转化完整，两个业态强强联合能够实现经营效益的改善。从财务角度，我们对超市和百货的模型进行分别测算：

**【超市】单店角度：**我们根据胖东来公开数据（包括门店面积、销售额、员工收入等）进行测算，分为调改初期门店（即前期胖东来供应链帮扶）和调改成熟门店（即公司建设起自有品牌稳定供应体系后）两种模型。

**收入角度：**胖东来目前开业的 14 家门店差异较大，较小的如魏源店和劳动店只有一千多平米，坪效达到 12-20 万元/m<sup>2</sup>，较大的如时代广场和天使城因为包含多层百货，坪效基本在 3-6 万元/平方米。因此，选取开业于 2019 年，经营面积 9000 平米包含超市和医药的金三角店作为参考，2024 年营业收入为 5.47 亿元。按照目前步步高 8500 平米作为标准门店面积，在目前公开报道的调改后门店普遍能够实现 80 万以上的日均销售额，同时考虑公司目前均为本地消费，湖南地区消费开支比例略高于其他省份，预计调改门店初期和成熟店坪效分别为 33000 元/m<sup>2</sup>和 36500 元/m<sup>2</sup>。

**毛利角度：**考虑特色供应链建立后，产品质价比提升和销量增长的规模效应带动毛利率提升。

**销售费用：**租金维持现阶段不变、店均人员从不足 100 人提升到 250 人并逐步伴随服务升级提升至 275 人、调改后人均工资平均上浮 100%，成熟门店再提升 10%、装修升级后折摊及其他费用略有上升。

最后我们预计调改门店可以实现 4.6% 的净利率水平，并在成熟后进一步提升到 5.2%。

**表 7:超市单店模型测算（万元）**

门店类型		步步高老店	胖改店爬坡	胖改店成熟
收入	面积/平米	8,400	8,500	8,500
	坪效元/平米	5,000	33,000	36,500
	销售额/万元	4,200	28,050	31,025
	日均/万元	11.51	76.85	85.00
毛利	毛利率	17.1%	18.3%	19.8%
	自有占比	5%	15%	25%
	毛利	716	5,259	6,283
销售费用	税金及附加/万元	11	70	78
	单位租金 元/平米	235	235	235
	租金费用/万元	197	200	200
	占比%	4.7%	0.7%	0.6%
	店均员工/人	100	250	275
	人均工资/万元	3.5	7.0	7.7
	员工薪酬/万元	350	1,750	2,118
	占比%	8.3%	6.2%	6.8%
	折摊/万元	300	600	600

	占比%	7.1%	2.1%	1.9%
	其他费用/万元	450	600	750
	占比%	10.7%	2.1%	2.4%
	销售费用/万元	1,297	3,150	3,667
	占比%	30.9%	11.2%	11.8%
	管理费用/万元	105	154	155
管理及其他	占比%	2.5%	0.6%	0.5%
	其他费用/万元	42	56	56
	占比%	1.0%	0.2%	0.2%
	营业利润/万元	-739	1,703	2,172
利润	<b>营业利润率</b>	<b>-17.6%</b>	<b>6.1%</b>	<b>7.0%</b>
	净利润/万元	-739	1,277	1,629
	<b>净利率</b>	<b>-17.6%</b>	<b>4.6%</b>	<b>5.2%</b>

资料来源：公司财报，中信建投证券

**【超市】门店角度：**自 2024 年 4 月长沙梅溪湖店作为第一家调改店开始到 2025 年 7 月公司已经完成 19 家门店的调改，现在 27 家超市中剩余的部分门店暂时关闭，但伴随整体口碑的回升，我们预计公司后续在湖南地区能够将营业超市门店提升至 30 家。由于供应链和货盘集中在湖南省内，调改进度较快，调改难度较低，后续规模效应还能在各项成本费用中有所体现（即成熟店模型）。结合门店和单店假设，我们预测 2025-2027 年超市业务收入分别为 59.08/76.08/91.59 亿元、对应营业利润分别为 3.87/5.19/6.28 亿元

**表 8:门店数量测算**

	2024	2025E	2026E	2027E
调改门店	16	20	25	30
传统门店	11	-	-	-
总计	27	20	25	30

资料来源：公司官网，中信建投证券

**【百货】单店角度：**我们根据步步高目前百货门店的合营及租赁收入/毛利率角度构建单店情况。

收入角度：公司目前 32 家百货平均面积在 46000 平米，按照公司 2024 年百货及其他业务（主要是租金）收入大约 15 亿元推算，平均一家百货门店的收入在 4300 万元，按照两项业务毛利率估算平均一家百货门店的毛利润在 3000 万元。如果百货调改引进的品牌与客群结构变化相匹配，预计超市带来的客流增量能够有效转化为百货收入增长，预计调改店及成熟店分别达到 4850 万元和 5350 万元。

毛利角度：考虑特色供应链建立后，产品质价比提升和销量增长的规模效应带动毛利率提升。

销售费用：按照公司折旧摊销及运营成本分摊到每家门店约 2800 万元，期间费用率大约 3%。

考虑到百货采用净营收法，增量销售转化到租金带来的利润提升的经营杠杆较高，我们预计百货调改门店可以实现 11.4% 的净利率水平，并在成熟后进一步提升到 18.3%。

**表 9:百货模型测算（万元）**

门店类型		步步高老店	胖改店爬坡	胖改店成熟
收入	面积/平米	6,000	6,000	6,000
	坪效 元/平米	1,333	1,750	2,250
	经营收入	800	1,050	1,350
	面积/平米	40,000	40,000	40,000
	坪效 元/平米	875	950	1,000
	租赁收入	3,500	3,800	4,000
	合计	<b>4,300</b>	<b>4,850</b>	<b>5,350</b>
毛利	经营毛利率	63%	70%	75%
	租赁毛利率	71%	80%	85%
	合计	70%	78%	82%
综合费用	毛利/万元	2,989	3,775	4,413
	费用/万元	2800	2900	3000
管理及其他	占比	65%	60%	56%
	管理费用/万元	129	133	134
	占比%	3.0%	2.8%	2.5%
	其他费用/万元	43	49	54
利润	占比%	1.0%	1.0%	1.0%
	营业利润/万元	17	693	1,225
	<b>营业利润率</b>	<b>0.4%</b>	<b>14.3%</b>	<b>22.9%</b>
	净利润/万元	14	555	980
	<b>净利率</b>	<b>0.3%</b>	<b>11.4%</b>	<b>18.3%</b>

资料来源：公司财报，中信建投证券

**【百货】门店角度：**自 2025 年 5 月引入百货调改团队，预计年内第一家调改门店将开业并于明后年加速调改，我们预计公司后续在湖南地区能够运营 30 家百货综合体。结合门店和单店假设，我们预测 2025-2027 年百货及其他业务收入分别为 13.82/13.99/14.94 亿元、对应营业利润分别为 0.12/0.85/2.46 亿元

**表 10:门店数量测算**

	2024	2025E	2026E	2027E
调改门店	-	1	10	27
传统门店	32	31	20	3
总计	32	32	30	30

资料来源：公司官网，中信建投证券

其次，进行估值假设：

由于公司目前战略集中在湖南省内，以超市和百货作为一个综合体，如前述，我们认为在三年左右时间开到 30 个综合体的可实现性较高。参照我们此前关于永辉超市的深度报告，依旧以相对和绝对估值体系探究：

### 【1】相对估值体系

假设山姆中国单独剥离，其 1000 亿元销售额占沃尔玛全球 6481 亿美元销售额的 2% 而对应占 7612 亿美元市值的 2% 即 162 亿美元，约等于 1200 亿人民币或者约 1.2 倍市销率。但考虑到山姆中国单店销售额已经显著超过山姆美国约一倍（20 亿人民币 vs 1.4 亿美元），其利润率水平超过 3% 的行业平均，甚至达到 5% 属于合理推测，反过来推算对应 30-40 倍的市盈率估值（沃尔玛目前按照 wind 一致预期 2026E 估值约 39 倍）。显然山姆中国属于沃尔玛整个体系内表现突出的部门，在山姆中国继续保持每年稳步开店，这一偏向成长属性的估值体系具有合理性。

虽然步步高综合体与山姆/胖东来仍有极大的不同，但是我们认为公司现阶段的调改策略已经初步奏效。由于我们预计 2025 年公司尚处于百货调改初期，经常性业绩表现预计要在 2026-2027 年逐步体现。因而以 2027 年为基准，对应超市+百货收入一共 106.52 亿元。对于调改门店给予 1.2 倍市销率对应估值 128 亿元，按照一年 8% 的必要回报率折现到 2025 年对应 110 亿元。如果按照市盈率估值体系，考虑到公司以省内布局，开店空间较小，折扣后给予 20-30 倍估值，以 2027 年归母净利润 6.19 亿元，对应市值 124-186 亿元，按照一年 8% 的必要回报率折现到 2025 年对应 106-159 亿元，取中间值 133 亿元，我们认为相对估值体系具有合理性。

### 【2】绝对的估值体系

如前述测算，单个调改成熟综合体的净利润约在 2600 万元/年，对应 EBITDA 约为 5500 万元/年，剔除总部费用后的自由现金流约为 4500 万元/年，不考虑翻新再投入，一般综合体运营的运营时间为 10-15 年，折现率按照十年期 1.70%，以 12 期现金流折现价值约为 4.85 亿元。按照 2026 年 30 家综合体计算的绝对估值约为 146 亿元。与相对估值法的估值差异不大，但考虑到绝对估值方式更符合对未来现金流的预期，我们采用绝对估值考量为主。

## 投资评价和建议

基于以上盈利预测及估值方式，我们预计公司 2025-2027 年收入分别为 72.89 亿元/90.06 亿元/106.52 亿元、对应归母净利润分别为 2.59 亿元/4.29 亿元/6.19 亿元，对应 PE 分别为 50X/30X/21X。结合相对估值和绝对估值法，我们认为公司合理市值在 146 亿元，首次覆盖，予以“增持”评级。

## 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。

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。

我们预计的调改成熟门店的坪效为 3.65 万元/m<sup>2</sup>，即对应超市店效 85 万元/日，如果调改的持续效果不及预期，我们测算调改门店坪效分别降低至 2.8 万元/m<sup>2</sup>和 3.2 万元/m<sup>2</sup>，且各项成本固定的情况下，门店层面净利润率分别为 2.68%和 4.0%，对应 2027 年公司整体净利润分别为 2.95 亿元/4.46 亿元。

**表 11:调改成熟门店敏感性分析**

坪效（万元/m <sup>2</sup> ）	2.80	3.20	3.65
门店净利率%	2.6%	4.0%	5.2%
公司层面 2027 年净利润/亿元	2.95	4.46	6.19

资料来源：中信建投证券

## 报表预测

报表预测（单位：亿元）

利润表						资产负债表					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	31.01	34.38	72.89	90.06	106.52	现金及等价物	8.50	10.30	9.34	8.17	5.04
营业总成本	41.02	38.81	70.73	85.77	99.28	应收账款	1.14	0.52	0.91	1.00	1.07
营业成本	17.53	21.68	47.21	58.19	66.46	预付账款	1.56	0.83	1.35	1.53	1.66
税金及附加	1.17	1.08	2.04	2.43	2.77	存货	4.63	3.25	5.90	6.47	6.65
销售费用	14.60	11.76	17.46	20.69	25.35	其他流动资产	4.08	4.05	4.05	4.05	4.05
管理费用	2.34	2.05	1.90	2.43	2.93	流动资产合计	<b>20.73</b>	<b>19.70</b>	<b>22.29</b>	<b>21.96</b>	<b>19.21</b>
研发费用	0.23	0.23	0.29	0.27	0.27	投资性房地产	142.81	137.09	136.09	135.09	134.09
财务费用	5.15	2.01	1.84	1.75	1.50	固定资产	25.38	23.52	21.52	19.52	17.52
其他收益	-5.36	20.45	1.50	1.00	0.50	在建工程	13.08	12.41	11.41	10.41	9.41
营业利润	-15.35	16.03	3.66	5.29	7.74	无形资产	25.85	17.36	15.86	14.36	12.86
营业外收入	0.12	0.15	0.00	0.00	0.00	商誉	1.68	0.97	0.97	0.97	0.97
营业外支出	3.38	2.51	0.50	0.00	0.00	长期待摊费用	7.78	6.46	6.96	6.46	5.46
利润总额	-18.61	13.68	3.16	5.29	7.74	其他非流动资产	4.14	3.79	3.79	5.79	7.79
所得税	0.22	1.41	0.57	1.01	1.55	非流动资产合计	<b>220.70</b>	<b>201.59</b>	<b>196.60</b>	<b>192.60</b>	<b>188.10</b>
净利润	-18.82	12.27	2.59	4.29	6.19	资产总计	<b>241.43</b>	<b>221.29</b>	<b>218.89</b>	<b>214.56</b>	<b>207.31</b>
少数股东损益	0.06	0.15	0.00	0.00	0.00	短期借款	61.14	0.00	0.00	0.00	0.00
归母净利润	-18.89	12.12	2.59	4.29	6.19	应付账款	25.48	7.73	7.87	8.95	9.49
						合同负债	5.73	6.08	6.08	6.08	6.08
						其他应付款	54.90	26.73	21.57	12.39	8.23
						流动负债合计	<b>147.26</b>	<b>40.52</b>	<b>35.52</b>	<b>27.42</b>	<b>23.80</b>
						长期借款	37.74	63.11	63.11	63.11	56.80
						其他长期负债	24.46	35.48	35.48	35.48	33.25
						非流动负债合计	<b>62.21</b>	<b>98.59</b>	<b>98.59</b>	<b>98.59</b>	<b>90.04</b>
						负债合计	<b>209.46</b>	<b>139.11</b>	<b>134.11</b>	<b>126.01</b>	<b>113.85</b>
						股本	8.64	26.89	26.89	26.89	26.89
						资本公积	33.10	53.14	53.14	53.14	53.14
						其他综合收益	27.10	26.77	26.77	26.77	26.77
						盈余公积	3.14	3.14	3.14	3.14	3.14
						未分配利润	-43.36	-31.24	-28.65	-24.88	-19.97
						归母所有者权益	28.62	78.69	81.29	85.06	89.97
						少数股东权益	3.35	3.49	3.49	3.49	3.49
						所有者权益合计	<b>31.97</b>	<b>82.18</b>	<b>84.78</b>	<b>88.55</b>	<b>93.46</b>
						负债和所有者权益	<b>241.43</b>	<b>221.29</b>	<b>218.89</b>	<b>214.56</b>	<b>207.31</b>

现金流量表					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	-18.82	12.27	2.59	4.29	6.19
非现金项目	-5.30	14.36	-0.06	0.19	-4.51
经营现金流量净额	<b>-13.52</b>	<b>-2.09</b>	<b>2.65</b>	<b>4.10</b>	<b>10.70</b>
投资活动现金流入	6.63	0.60	1.50	1.00	0.50
投资活动现金流出	4.65	3.74	3.00	4.00	3.00
投资现金流量净额	<b>1.98</b>	<b>-3.14</b>	<b>-1.50</b>	<b>-3.00</b>	<b>-2.50</b>
筹资活动现金流入	72.65	25.39	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流出	57.38	15.13	1.84	2.27	11.33
筹资现金流量净额	<b>15.26</b>	<b>10.26</b>	<b>-1.84</b>	<b>-2.27</b>	<b>-11.33</b>
现金及现金等价物净	3.72	5.03	-0.69	-1.17	-3.13
期初现金及现金等	1.27	4.99	10.03	9.34	8.17
期末现金及现金等	4.99	10.03	9.34	8.17	5.04

数据来源：公司公告，中信建投证券

## 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