



商贸零售

优于大市（维持）

证券分析师

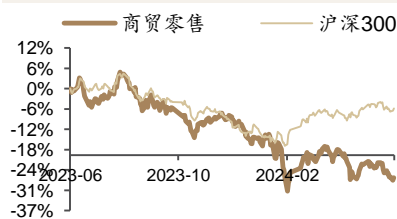
易丁依

资格编号：S0120523070004

邮箱：yidy@tebon.com.cn

研究助理

市场表现



相关研究

- 《——美妆&零售板块周报 0602-政策加码海外仓发展,跨境电商必争之地,持续关注出海链公司》, 2024.6.2
- 《——美妆&零售板块周报 0526-618 大促开启,美妆表现几何?》, 2024.5.26
- 《——美妆&零售板块周报 0521-618 大促首次取消预售,看好国货美妆持续抢占份额》, 2024.5.21
- 《美妆&零售板块财报总结及5月策略:渐进复苏,把握趋势拐点》, 2024.5.10
- 《华致酒行(300755.SZ):百亿营收里程碑达成,一季度盈利回升》, 2024.5.4

零售标杆胖东来是怎么炼成的?

——胖东来调改步步高、永辉超市事件思考

基础情况：近三十载精细化运营，成就河南省零售标杆。胖东来 1995 年成立，成立至今仅在河南地区运营，目前旗下拥有 14 家线下门店（许昌 12 家、新乡 2 家）。公司凭借高品质的门店服务和温馨的员工关怀制度，积累了较高的顾客忠诚度和网络关注度。目前胖东来超市已入选“百大国内旅游新玩法”TOP100 榜单和 2023 河南文旅十大热词。公司经营业绩亮眼，胖东来的人效、坪效均在中国民营企业中排名第一（中国零售业数据），2023 年公司预计实现营收 100+ 亿元（23 年许昌市城镇消费品社零 1000+ 亿元），实现净利润 1.4 亿元，部分可比零售公司 23 年仍处于亏损状态。

核心优势：企业文化扎实根基，供应链保障产品竞争力，门店服务追求极致。（1）**以人为本的企业文化：**胖东来内部强调“自由·爱”的文化理念，注重员工的培养和发展，提供良好的工作环境和福利待遇（员工月收入基本在 7000 元以上）；（2）**完善的供应链系统：**2001 年胖东来联合河南其他区域零售商组建四方联采模式，成员之间共享优质供应链，扩大采购规模降低成本。22 年公司斥资约 15 亿元打造产业物流园，23 年 6 月中央厨房正式投产，公司目前已具备了相对完备的生鲜、熟食品类生产能力，支撑前端门店提供差异化特色产品，形成自有品牌供应能力。（3）**极致细节的门店服务：**胖东来在门店设置多维度的爱心服务，免费为顾客提供茶水（备齐一次性杯子）、急救用品和便民箱等。对于自有品牌，胖东来透明地告知产品成本、价格（包含的各项费用）、所得税和利润，极大增强了顾客的信任感。

调改案例：帮扶改造零售同行步步高、永辉超市，胖东来模式持续输出中。

（1）步步高超市调改效果明显。调改周期：24 年 3 月 31 日，胖东来正式宣布助力步步高超市调改。步步高长沙梅溪湖店（经营面积 5145 m²）成为调改首店，4 月 11 日调改正式启动，5 月 1 日即开门营业，5 月中旬基本调改到位。**调改措施：**涨薪（员工工资上涨 30%，店长月薪提高至 2 万元）、缩减上班时间（由 8:00-22:00 调整为 9:30-21:30，整体缩短 2h）、卖场布局调整、商品重整（淘汰低价劣质商品，补齐一线品牌和高性价比商品）以及价格优化（下调 3000 多种商品价格）等。**调改效果：**调改前后效果明显，梅溪湖调改门店日均销售额增长至原来的近 9 倍（从 15 万元增长至 133+ 万元），日均客流增长至原来的近 6 倍（从 0.2 万人次增长至 1.2 万人次）。

（2）永辉超市调改提上日程：5 月 27 日，永辉超市首次发布门店调改公告，调改的门店包括郑州信万广场店（门店面积 3100 m²）、新乡宝龙广场店两家门店，启动调改时间依次为 5 月 31 日和 6 月底。其中，首家启动调改的永辉超市预计于 6 月 19 日恢复正常营业。**调改内容和步步高调改思路类似，主要集中在：**商品（淘汰下架 70% 的商品，调改后商品结构要达到胖东来的 90% 以上，同时将引入胖东来爆款商品）、价格、环境、员工（提升员工薪酬、压缩营业时间等，启动新员工招聘计划）。

本轮调改以区域性试点开展，门店数量有限，后续会继续跟踪试点门店的爬坡周期以及同店提升效果，后续异地复制的可行性和持续性则需要更长周期验证。从长期维度看，学习胖东来的管理理念和经营策略对零售行业变革具有一定的启发意义，值得关注。

投资建议：在外部承压环境下，我们观察到部分传统零售企业积极求变，提质增效。

（1）重庆百货：积极探索超市新业态“社区折扣店”，首店于 5 月 28 日成功开业，计划年内试点 20 余家。**（2）家家悦：**加快培育新型业态，23 年新开设悦记零食店 56 家，好惠星折扣店 7 家。**（3）永辉超市、步步高：**积极学习胖东来模式，门店调改持续推进。**建议关注：**1) 传统主业稳健，新模式探索已有成效的区域零售龙头重庆百货、家家悦；2) 持续跟踪永辉超市、步步高调改情况。

● **风险提示：**终端需求疲软、线下客流缩减、食品安全风险、开店不及预期等

内容目录

1. 基础情况：近三十载精细化运营，成就河南省零售标杆	3
2. 核心优势：企业文化扎实根基，供应链保障产品竞争力，门店服务追求极致	5
2.1. 以人为本的企业文化	5
2.2. 完善的供应链体系	5
2.3. 极致细节的门店服务	6
3. 调改案例：帮扶改造零售同行，胖东来模式持续输出	7
3.1. 步步高超市调改效果明显，调改范围延展至百货	7
3.2. 永辉超市调改提上日程，调改思路看齐步步高	7
4. 投资建议	8
5. 风险提示：	8

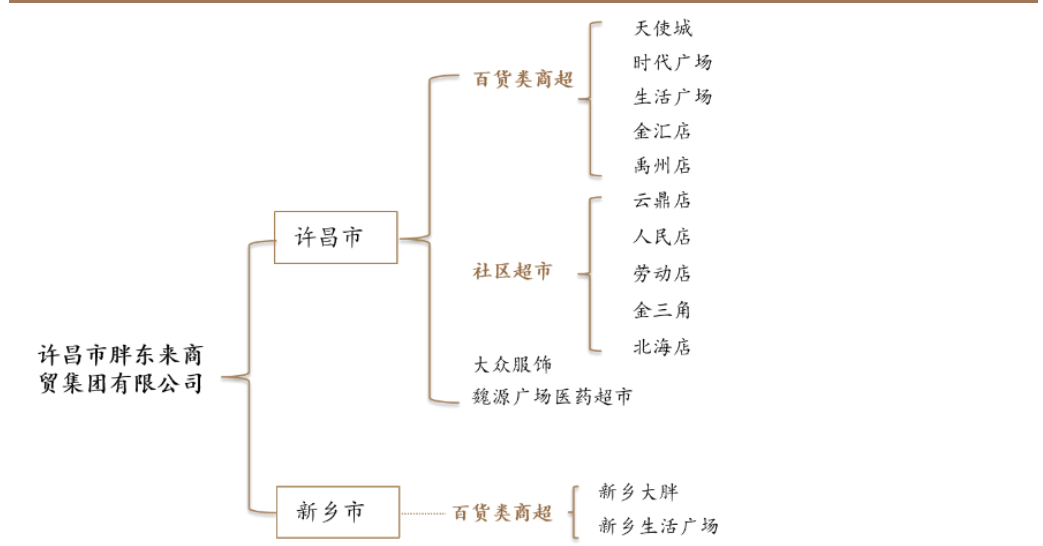
图表目录

图 1：胖东来线下门店分布（官网最新显示）	3
图 2：胖东来商贸集团发展历程	4
图 3：超市板块同行营收、净利润、门店数量对比	4
图 4：胖东来企业文化标语	5
图 5：2022 年胖东来员工工资构成	5
图 6：胖东来门店提供的爱心服务	6
图 7：胖东来设置投诉服务奖	6
图 8：胖东来为顾客免费提供茶水和杯子	6
图 9：胖东来为顾客急救用品和便民箱	6
图 10：胖东来羽绒服标价	6
图 11：胖东来白酒价格透明化	6
图 12：胖东来调改步步高后日均销售额近 9 倍增长	7
图 13：胖东来调改步步高后日均客流近 6 倍增长	7
图 14：中国 CPI 当月同比变化（%）	8
图 15：部分零售企业（超市）23 年门店数变化（单位：家）	8

1. 基础情况：近三十载精细化运营，成就河南省零售标杆

胖东来 1995 年成立，业务形态从最初的百货店延展至超市、电器、服饰等多个零售领域，注重高品质的服务和顾客体验。根据胖东来官网显示，目前公司旗下共有线下门店 14 家（许昌 12 家、新乡 2 家）。

图 1：胖东来线下门店分布（官网最新显示）



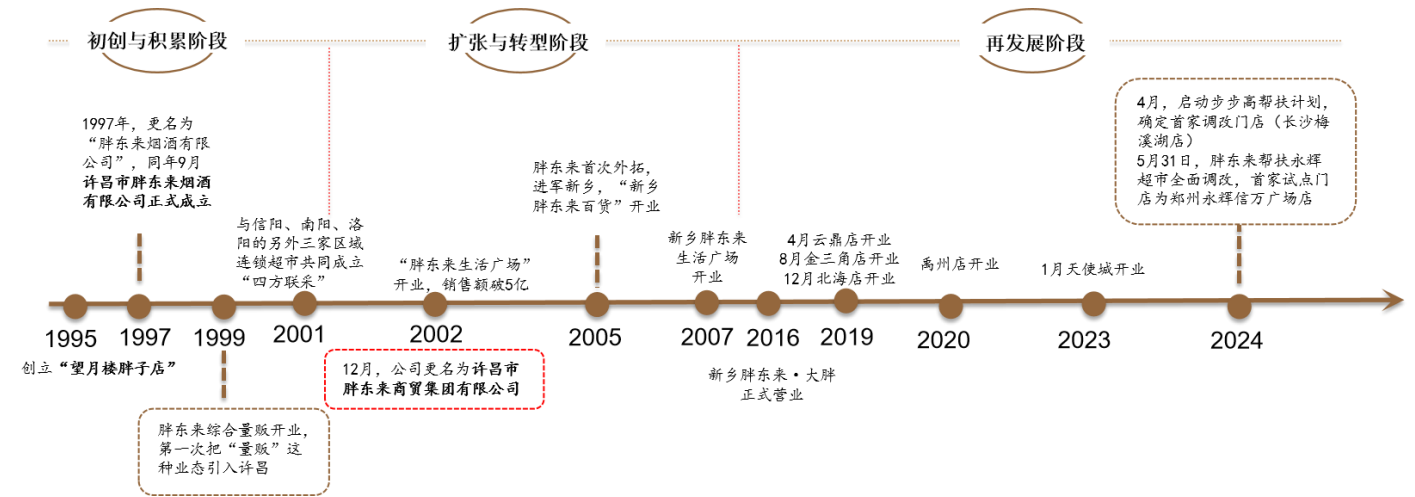
资料来源：商超网、德邦研究所

初创与积累阶段（1995-2001 年）：1995 年，于东来创立“望月楼胖子店”，后于 1997 年更名为“胖东来烟酒有限公司”，同年，许昌市公司正式成立。1999 年，胖东来建立配送中心，优化货物配送流程。1999 年 5 月，胖东来综合量贩开业，首次将“量贩”业态引入许昌。此后胖东来先后开办胖东来新兴店、胖东来鞋业量贩等多家门店，实现业态拓展。

扩张与转型阶段（2002-2010 年）：2002 年元旦，营业面积 23000 平方米的胖东来生活广场开业，作为胖东来旗下第一家大型综合超市，实现了由量贩向综合商超转型的标志性探索。2005 年，胖东来首次实施外拓，“新乡胖东来百货”开业。

再发展阶段（2010 年-至今）：2020 年，胖东来在禹州开设新店，并持续在新乡等地拓展市场，覆盖河南多个城市。同时，胖东来积极布局线上，探索线上线下融合的新零售模式，自有品牌已通过线上商城“走”出河南。

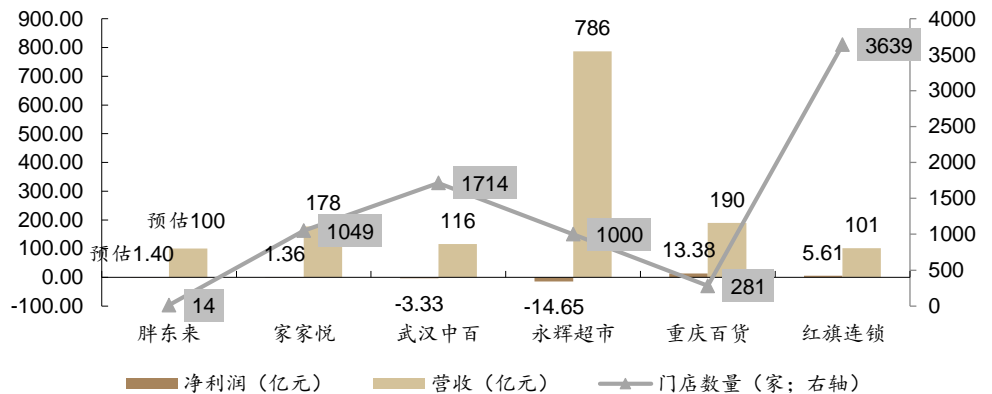
图 2：胖东来商贸集团发展历程



资料来源：中国经营报公众号、中国经济网公众号、稻百年公众号、稻看胖东来公众号、商业地产人脉圈公众号、德邦研究所

胖东来经营业绩亮眼。2023年胖东来营收估计超100亿元，净利润达1.4亿元。根据中国零售业数据，胖东来的人效、坪效均在中国民营企业中排名第一。

图 3：超市板块同行营收、净利润、门店数量对比



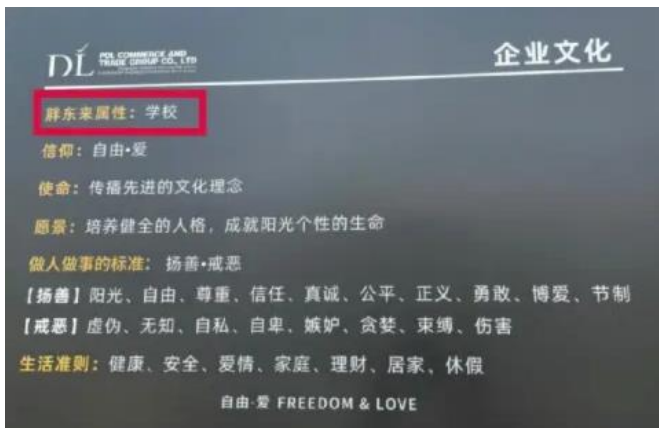
资料来源：界面新闻公众号、各公司公告、商超网、德邦研究所
*胖东来相关数据为公司预估

2. 核心优势：企业文化扎实根基，供应链保障产品竞争力，门店服务追求极致

2.1. 以人为本的企业文化

强调“自由·爱”的文化理念，注重员工的培养和发展，提供良好的工作环境和福利待遇。①工资考核：员工收入基本在 7000 元以上，其中员工工资=基本工资+文化理念考评奖励+专业知识/技能考评奖励+日常管理考评奖励+岗位补贴-统筹。②工作强度：胖东来的员工每天工作 7 小时、每月双休、享有正常的五险一金和 30 天年假；③盈利分配：创始人于东来表示，会根据员工的工龄和职位进行股权划分，其中 50%的股权分给基层员工，40% 分给管理层，剩余的 10%留给老板个人。④员工福利：设置结婚贺金、生育贺金、育儿补助等，公司斥资几千万建设 6000 m²“员工之家”，涵盖阅览室、KTV、运动区、休息室、健身器材和浴室等休闲娱乐设施。

图 4：胖东来企业文化标语



资料来源：小数据研究中心微信公众号、德邦研究所

图 5：2022 年胖东来员工工资构成

岗位	工资组成标准					组成占比			
	基础工资	文化理念奖励	专业知识/技能奖励	日常管理奖励	合计工资	基础工资占比	文化理念奖励占比	专业知识/技能奖励占比	日常管理奖励占比
员工	3500	500	500	500	5000	70%	10%	10%	10%

部门	门店类型	门店	核定工资	基本工资	文化理念奖励	专业知识/技能奖励	日常管理奖励
超市	A 类	时代超市	5200	3700	500	500	500
		云鼎店	5000	3500	500	500	500
		生活广场	4800	3300	500	500	500
	B 类	人民店	4800	3300	500	500	500
		配送	4800	3300	500	500	500
		面包房	4800	计件工资	500	500	500
		后勤	4800	3300	500	500	500
	C 类	劳动店	4600	3100	500	500	500
		金三角店	4600	3100	500	500	500
		北海店	4600	3100	500	500	500
金汇店		4600	3100	500	500	500	
禹州店		4600	3100	500	500	500	

资料来源：零售圈微信公众号、德邦研究所

2.2. 完善的供应链体系

(1) 协同化的采购系统：2001 年，胖东来联合河南其他区域零售商洛阳大张、信阳西亚和南阳万德隆，自发进行联合采购，组建四方联采模式。联采模式下，成员之间共享优质供应链，扩大采购规模降低成本。2006 年，四方联采加入国际独立零售商联盟 IGA (1926 年依美国特拉华法律成立的，是世界上最大、最早自愿连锁体系)。

(2) 完备的物流基础：1999 年胖东来建立配送中心，实现直采货物对门店准确及时配送。2022 年 10 月，胖东来产业物流园投入运营，占地 150 亩，总投资约 15 亿元，涵盖物流、中央厨房、办公、研发及零售产业末端产品加工分销等功能，有效推动企业物流集约化、智能化发展。

(3) 差异化的自有品牌：23 年 6 月，胖东来产业物流园的中央厨房正式投产，在生鲜、熟食领域建立了相对完备的生产体系。胖东来在门店提供本地特色产品，包括面食类的烩面、农家烙馍，熟食类的酱牛肉、焖子、凉粉等。此外公司已经形成包括烘焙品牌德丽可思、餐饮品牌 DL 铁板烧、DL 湘菜馆在内的多个自有品牌。

2.3. 极致细节的门店服务

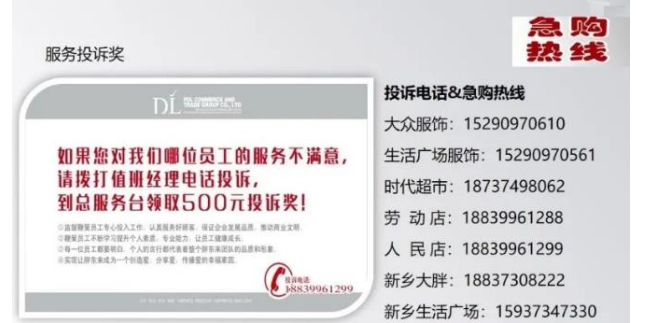
胖东来在门店服务细节上追求极致。胖东来在门店设置多维度的爱心服务：免费为顾客提供茶水（备齐一次性杯子）、提供急救用品和便民箱、为小朋友及低血糖人群提供免费糖果等，并单独设置 500 元的投诉奖金。胖东来对员工管理上采取军事化的打分制（100 分满分）。

图 6：胖东来门店提供的爱心服务

1. 不满意退货	17. 各楼层免费饮水机;	28. 儿童卫生间
2. 上门退换货	18. 各楼层女卫生间免费卫生巾;	29. 老花镜
3. 500元服务投诉奖	所有卫生间提供免费手纸、护手霜;	30. 免洗洗手液
4. 急购热线	19. 免费存车 (非机动车), 免费充气, 免费提供修车工具;	
5. 应急毛巾	20. 免费测量身高、体重、BMI 健康指数。	
6. 食品加工间直播展示	21. 便民箱 (免费棉棒、吸管、创可贴、叉子、筷子等)	
7. 非机动车存放、充气、捆扎等	22. 免费存包柜;	
8. 代客泊车	23. 餐饮儿童座椅;	
9. 医疗急救箱	24. 免费WiFi	
10. 充电宝租借	25. 免费电话	
11. 雨伞租借	26. 顾客休息区	
12. 爱心糖果	27. 母婴休息室	
13. 宠物寄存		
14. 茶水供应		
15. 儿童推车		
16. 爱心轮椅		

资料来源：博商人力咨询微信公众号、德邦研究所

图 7：胖东来设置投诉服务奖



资料来源：博商人力咨询微信公众号、德邦研究所

图 8：胖东来为顾客免费提供茶水和杯子



资料来源：博商人力咨询微信公众号、德邦研究所

图 9：胖东来为顾客急救用品和便民箱



资料来源：博商人力咨询微信公众号、德邦研究所

价格透明清晰：胖东来公开商品进货价，通过毛利率低的产品进行引流，薄利多销带动其他商品。对于自有品牌，胖东来透明地告知产品成本、价格（包含的各项费用）、所得税和利润，极大增强了顾客的信任感。

图 10：胖东来羽绒服标价



资料来源：财经微信公众号、德邦研究所

图 11：胖东来自酒价格透明化



资料来源：火锅餐见微信公众号、德邦研究所

3. 调改案例：帮扶改造零售同行，胖东来模式持续输出

3.1. 步步高超市调改效果明显，调改范围延展至百货

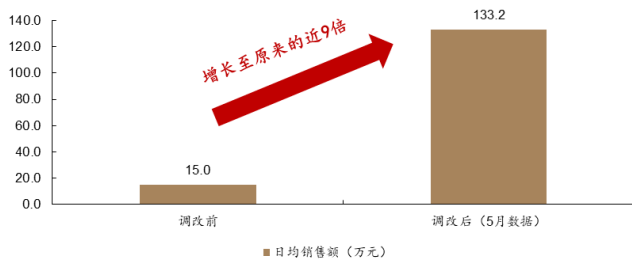
调改周期：24年3月31日，胖东来正式宣布助力步步高超市调改。步步高长沙梅溪湖店（经营面积5145 m²）成为调改首店，4月11日调改正式启动，5月1日即开门营业，5月中旬基本调改到位。

调改措施：涨薪（员工工资上涨30%，店长月薪提高至2万元）、缩减上班时间（由8:00-22:00调整为9:30-21:30，整体缩短2h）、卖场布局调整、商品重整（淘汰低价劣质商品，补齐一线品牌和高性价比商品）以及价格优化（下调3000多种商品价格）等。

调改效果：调改前后效果明显，梅溪湖调改门店日均销售额增长至原来的近9倍（从15万元增长至133+万元），日均客流增长至原来的近6倍（从0.2万人次增长至1.2万人次）。其中5月1号单日销售额达到了240万元，单日客流量将近1.8万人次。

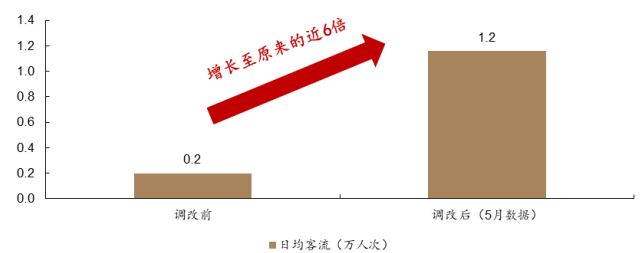
后续规划：本次调改计划，除了超市业态外，还将进一步涉足百货业态。胖东来对步步高星城天地（商业综合体，集商务办公中心、酒店、公寓、住宅、购物中心于一体，总建筑面积60万m²。其中购物中心体量达20万m²）进行调改，预计百货调改见效周期会长于超市。

图 12：胖东来调改步步高后日均销售额近 9 倍增长



资料来源：联商网、邦研究所

图 13：胖东来调改步步高后日均客流近 6 倍增长



资料来源：联商网、德邦研究所

3.2. 永辉超市调改提上日程，调改思路看齐步步高

5月27日，永辉超市首次发布门店调改公告，调改的门店包括永辉超市郑州信万广场店（门店面积3100 m²）、永辉超市新乡宝龙广场店两家门店，启动调改时间依次为5月31日和6月底。其中，首家启动调改的永辉超市预计于6月19日恢复正常营业。调改内容和步步高调改思路类似，核心集中在以下方面：

- **商品方面：**补充商品功能，保留一线品牌，优选特色、质量可靠的商品，对品质没有保障的商品进行淘汰下架，同时规划补充时尚商品品类。根据计划，卖场将淘汰下架70%的商品，参考胖东来的商品结构进行重新梳理，届时商品结构要达到胖东来的90%以上。同时门店还将引入胖东来爆款商品。

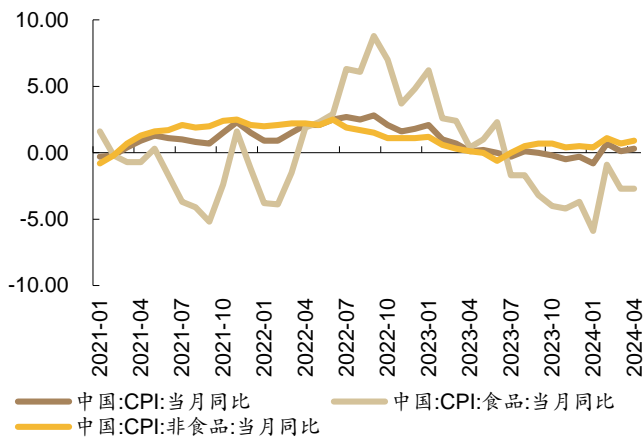
- **价格方面：**优化采购渠道，过滤商品价格，保证商品定价实在、利润合理。
- **环境方面：**重新梳理卖场布局，取消强制动线，拓宽主副通道，去掉拥挤的堆头，优化陈列位置等等
- **员工方面：**提升员工薪酬、压缩营业时间、强化人文关怀和文化理念引领、增加休假时间等福利待遇。目前郑州永辉信万广场店在职员工 79 人，门店编制现已调整为 149 人，并启动新员工招聘计划。基层员工工资增加 1000 多元，营业时间缩短 3h。

4. 投资建议

在外部承压环境下，超市企业积极求变，探索新业态、提质增速。23 年以来国内 CPI 持续处于低位，消费者支出意愿整体偏弱。超市板块经历调整期，龙头企业同店承压，多数进行闭店调整。同时我们观察到部分龙头商超积极求变：(1) 重庆百货：完成了对商社集团的吸收合并，积极探索超市新业态“社区折扣店”，首店于 5 月 28 日成功开业，计划年内试点 20 余家。(2) 家家悦：加快培育新业态，23 年新开悦记零食店 56 家，好惠星折扣店 7 家，物流“定时达”项目上线推广，配送车辆到店准时率达到 80% 以上；(3) 步步高、永辉超市积极学习胖东来模式，门店调改持续推进。目前调改以区域性试点为主，尚未推广至全国范围。

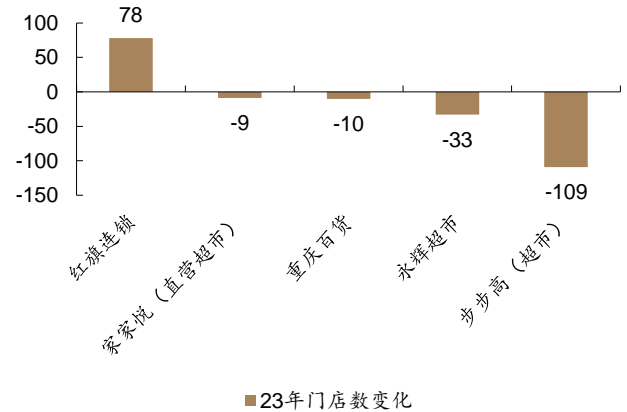
本轮胖东来对零售龙头（步步高、永辉）进行友好帮扶，前期以区域性试点开展，门店数量有限。后续将密切跟踪试点门店的爬坡周期以及同店提升效果，后续异地复制的可行性和持续性则需要更长周期验证。则需要更长周期验证。从长期维度看，学习胖东来的管理理念和经营策略对整体零售行业变革具有一定的启发意义，值得关注。

图 14：中国 CPI 当月同比变化（%）



资料来源：Wind、德邦研究所

图 15：部分零售企业（超市）23 年门店数变化（单位：家）



资料来源：各公司公告、德邦研究所

5. 风险提示：

终端需求疲软、线下客流缩减、食品安全风险、开店不及预期等

信息披露

分析师与研究助理简介

易丁依，上海财经大学金融硕士，21年6月加入德邦证券，负责医美、化妆品领域研究，把握颜值经济行业趋势、分析用户画像、研究终端产品、高频跟踪渠道动销，深挖公司基本面型选手，挖掘胶原蛋白等前沿细分市场。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准：	类别	评级	说明
以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现20%以上；
		增持	相对强于市场表现5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。