

2024年11月6日 湖南衡阳本土“胖东来”——香江百货调改回顾与草根调研

民银证券研究团队

分析师：何丽敏

电话：37288036

Email: liminhe@cmbcint.com

一、香江百货 2012-2014 学习胖东来，调改历程回顾与草根调研

香江百货是湖南衡阳的区域商超业态龙头，于 2012 年全面学习胖东来，2014 年转型并全面升级商品和服务。其迄今在湖南拥有 25 家香江百货连锁超市，其中有 3 家为上万平的购物中心，我们系统地梳理了香江百货学习胖东来的调改历程（见表 1、表 2）。

二、超市调改思考：以香江百货为例，胖东来模式具备可复制性

香江百货于十年前成功调改，与目前永辉胖东来调改，共性和特性：

i. 共性：大幅调整货品结构（香江百货与当地商超 40%的货品差异度）、提升供应链能力、夯实生鲜优势、大幅提升员工工资福利的同时设立严格的卖场管理和标准、提升质控部独立性等。

ii. 特性：香江百货在调改时以自持物业为主（据新闻专访，占 70%），具备一定的调改宽容度。调改的时代背景是 10 年前消费升级初现苗头，与目前有所不同。香江百货在调改初期也遇到各种困难，包括员工流失率高、引进销路不确定的特色新品、前瞻地大力投入冷链等。

iii. 香江百货在调改货盘时，自有商品并非货品差异化的必选项，选品能力是调改成功的重要因素。香江百货在近年才发展自有品牌“精彩生活”，其大多设在必选品类（例如粮油），SKU 占比不高。

香江百货调改启发：**i.** 对于零售行业，零售洞察能力和创新是制胜之道。管理效率和组织文化是综合能力的组成，持续迭代的能力是行业的软性门槛。香江百货成功调改的重要特点是自上而下改革、员工激励力度的提升，并且企业高层具备前瞻性生意思维并贯彻落地。

ii, 对于零售业，发展差异化货盘和自有特色商品，供应链并非最大门槛，难度在于消费者洞察、选品、产品创新和推广。中国食品日用轻工 OEM 供应链发达，地区性零售企业香江百货也能做到自有品牌。

展望未来：考虑到商品零售线上渗透率具备上限，国内商超业态有望发展出本土独有模式，依托于发达的食品日用轻工供应链、持续发展的冷链、充沛的劳动力，兼顾商品差异化+服务。相关标的包括永辉超市(601933.SH)、高鑫零售(6808.HK)、名创优品(9896.HK)等。

湖南衡阳本土“胖东来”——香江百货调改回顾与草根调研

一、胖东来模式可复制性几何？香江百货草根调研

(1) 香江百货——衡阳区域超市龙头，胖东来的好学生

香江百货为衡阳当地的区域性商超龙头，早于 2012 年已开始全面学习胖东来。香江百货扎根衡阳，据官网，迄今在湖南地区拥有 25 家香江百货连锁超市，其中拥有 3 家上万平的购物中心，12 家经营面积 3000 平以上的生活超市，10 家社区生活馆，员工数 4000 余人。衡阳香江百货有限公司（即王一集团前身）成立于 1995 年，目前衡阳香江百货为王一实业集团的子公司，王一实业集团旗下拥有衡阳香江百货、长沙精彩生活、凯兴地产、凯兴物业四家子公司。

图 1：香江百货连锁超市、精彩生活购物中心

香江百货 精彩生活广场（光辉街店）



香江百货精彩生活精品门店（蒸湘北路店）



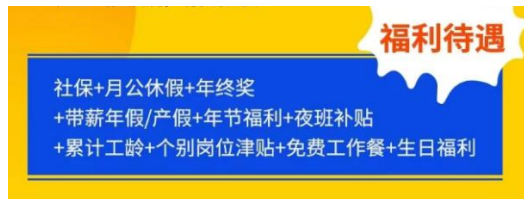
香江百货精彩生活 店内展示



香江百货 连锁超市



香江百货超市 员工福利待遇



香江百货 店内展示



资料来源：香江百货实地走访、香江百货官方公众号、民银证券整理

(2) 香江百货学习胖东来的调改历程回顾

香江百货位于湖南衡阳，为当地商超业态龙头，其发展过程中有 2 个重要节点——2012 年全面学习胖东来，2014 年开启转型并全面升级商品和服务，调改和自我变革取得出色成果。据公开新闻及访谈，香江百货起源于 90 年代中期，2000 年初曾暂缓零售发展的脚步转而发展房地产。公司曾模仿家乐福等外资大卖场，2012 年举全公司之力学习胖东来，曾被称为“最像胖东来的超市”；2017-18 年成为国内零售同行学习的标杆之一，在当地超市业态份额达 7 成；19 年衡阳香江百货总经理夏志秋获得由中国连锁经营协会颁发的 CCFA2019 中国连锁年度人物。据公开访谈，香江百货学习胖东来调改的节点与成果如下：

表 1：2012-2014 年，香江百货学习胖东来及自我改革的历程与成果

<p>节点一 2012 年</p>	<p>节点一：2012 年，集团层面决定自上而下向胖东来学习。</p> <p>香江百货高管定期组团去胖东来学习，组织 600 多人，前后五次到河南许昌驻点学习。学习期间，员工流失率曾高达 40% 以上。</p> <p>举措：（1）员工与管理方面，员工工资涨幅达 40%，每人每月加 700 元，为所有员工提供免费工作餐，同时推行严格的管理考核体系（350 项服务达标考核细则及扣分标准），要求员工严格按公司最新服务标准执行；对厂家促销员进行统一管理，使其同步超市员工待遇；</p> <p>（2）供应链方面，生鲜直采并提升蔬果打理的齐整度，配专职人员队伍全国甄选优质商品。生鲜打理采取剥叶、剪根等流程再分装，提升质量和美观度；在山东寿光、云南、广州、浙江等生鲜来源地设立办事处，配专职人员队伍全国甄选优质商品。</p>
<p>节点二 2014 年</p>	<p>节点二：2014 年，在二三线城市消费升级背景下，全面升级商品和服务。当时行业面临的问题是，商超大卖场呈同质化，而香江百货作为衡阳本土的区域零售商，商品采购量和议价权不及全国性或跨区域大型零售商。</p> <p>三大举措：一是形成商品差异化（例如进口日化产品等），优化供应链，改变采购模式，加快商品迭代；二是增强商品与顾客间互动，将差异化商品传播给消费者，引领生活方式；三是提供更多快节奏生活的便利解决方案。同时，坚持不断修正服务考核体系，使门店环境、卫生、服务始终保持高标准。</p>
<p>调改成果</p>	<p>2012-2014 年香江百货调改成果显著，并在调改后的数年保持稳健发展。</p> <p>据中华合作时报，2014 年衡阳香江百货 13 家门店，17 亿元销售，其中 4 家 1 万平以上的卖场年销售都在 2.5~3 亿元。据联商网，2018 年香江百货拥有 20 家门店，年销售额 20 亿以上。</p>

资料来源：联商网、中华合作时报、中国连锁经营协会、香江百货总经理专访新闻、民银证券整理

表 2：2012-2014 年，香江百货调改项目及具体举措

项目		调改举措
人	核心客群	家庭年收入 10-15 万元，对生活品质有一定追求的 30-50 岁女性顾客，并围绕这些消费者适当扩大消费客群，让顾客体会精致慢生活。
	员工待遇	2012 年学习胖东来后员工涨幅达 40%，每人每月加 700 元；为所有员工提供免费工作餐，标准为两荤两素，由门店熟食间厨师负责制作。
	员工培训及管理	(1) 为员工涨薪的同时，要求员工严格按照公司最新的服务标准执行。 (2) 2012 年，香江百货从环境服务、商品服务、行为服务三方面建立了“服务达标考核细则及扣分标准”，2014 年迭代至第 7 版，由近 400 条细则涵盖了环境/商品/服务/投诉处理，员工个人卫生/工牌/货架/商品陈列/服务质量/流程/卫生间等各个细节。 (3) 统一管理厂家促销员及提升其待遇，工服统一，仅从工牌颜色区分，退还过去从供应商收的每月 400 元促销管理费，并要求供应商加到促销员工资中，涨薪幅度和香江百货员工看齐，逢年过节福利一致。
货	货品结构	(1) 货品差异化，加快迭代更新：2014 年还未尝试自有品牌的前提下，商品差异化能达到 40%（例如进口休闲食品与红酒、进口日化产品）。以差异化特色商品形成对各品类的补充，最大程度满足当地不同客层需求，为进店顾客带来惊喜，引领当地新兴生活方式。 例如，食品类目的每个类别，每月要求采购部门淘汰 3% 以上的商品，每年商品迭代达 40%，按照其标超食品类目 6000~8000 个 SKU，食品类目每月上新约 200 个 SKU。 (2) 平均客单价超过 80 元，2012-14 年调改后的近 4-5 年，客单价都是每年增长 15%-20%。生鲜商品为核心经营品类。
	供应链	(1) 生鲜全部自采自营，采购人员占总部总人数的 1/3，生鲜采购队伍常年奔赴各地采购各地特优农产品。据联商网，2018 年采购人员约 46 名，其中生鲜类目约 30 名。 (2) 加大冷链设备投入，重视保质期短、储存要求高的商品。
场	选址及陈列	(1) 陈列：商品丰富、布局整洁紧凑、卫生标准极高。 (2) 包装：早于 2014 年，香江百货已提供定量包装的生鲜食品（与散装同价），定量包装的生鲜商品已经过分拣/分级/整理等处理。 (3) 2014 年衡阳主城区十几家门店，约 70% 为自有物业。门店注重营造市集场景，例如精彩生活广场店增加多种体验业态（书吧、咖啡吧、园艺等），商品极为丰富。生鲜商品有定量包装出售（与散装同价）。
企业管理	组织管理	(1) 实现“督”、“导”分离，营运部负责业务指导，职责是提升门店改进措施，外部设义务督导员； (2) 品质监控部由总经理直接领导，对门店不定期监督巡查每月不少于 15 次，保持品管部的独立性，收入不与任何门店或总部直接挂钩。品控人员由具备良好业务能力的专业人士担任。 (3) 门店每日内部检查，并设立每月奖金，大店每月奖金可达数万。 (4) 以毛利额作为核心考核指标，涵盖门店、总部采购部门，每季度考核一次。若因采购商品品质不佳导致损耗扩大，采购人员需承担责任。 (5) 香江百货总部统一定价，门店价格统一，但门店可以决定买赠营销方案、试吃方案等。由于各店价格统一，消费者可跨门店退货售后。

资料来源：联商网、中国连锁经营协会 2019 中国全零售大会专访、民银证券整理

(3) 香江百货购物体验如何？购物初印象

我们草根走访了衡阳香江百货2家精彩生活门店（精彩生活为香江百货中高端品牌），以及1家香江百货社区店。香江百货初印象：

i) 卖场人气旺，区别于以家庭和银发群体为主的传统商超，香江百货的年轻群体客流也较好。卖场干净整洁明亮，生鲜打理水平高。其中高端的“精彩生活门店”生鲜区品质、陈列整洁度和美观度媲美一线精品超市，水产区也保持整洁无异味。以当日特价的花菜（4.9元一斤）为例，其会先修剪去掉因碰撞等原因而不美观的部分，以保鲜膜或盒装封好，再进行陈列。这样很好地降低了购物过程中因挑选生鲜而造成的损耗，也提升品质、陈列美观度以及超市质感。

ii) 善于选品，组货丰富且形成差异化，部分品类引领当地生活方式和审美，对消费者而言具备“逛”的新鲜感；同时符合当地消费水平，货品丰富且具备质感的同时，消费者买得起。除核心优势品类生鲜外，其特色品类包括进口日化产品、新奇进口食品、高质感日用品等（见下图），体现出选品团队的考究与审美，也很好地考虑了消费者的钱包，例如精品区的特色小木钟仅售20元人民币、立体浮雕有艺术感的麦片杯，仅售49元，与网购平台同价。

iii) 生鲜和熟食区人流旺，提供衡阳当地特色美食，熟食现场制作，香味和陈列吸引。例如现场炒菜/炸油条/现烤鸡腿/现拌卤菜、现做衡阳米粉、现做面食等，超市用油和食物制作方式均有明确流程和标准。超市熟食的卫生、新鲜度、价格具备优势。我们所探访的香江百货精彩生活光辉店中，在生鲜区采买后，还提供了熟食加工，可自选鱼虾蟹等海产，海产加工费约10-15元一份，并设有装潢精美的用餐区。我们在用餐区可以单独付款食物（一份现做的衡阳三鲜米粉8.8元、现炒青菜9元，现场还有现蒸的鱼和避风塘炒蟹等），用餐完毕后，再到楼下对购物车所选购的其余商品付款。

iv) 工资高于当地服务业平均，服务略好于普通商超，但与胖东来仍有显著差距。据草根调研，衡阳香江百货超市员工工资普遍在3000-5000元区间，工资及福利待遇高于衡阳当地服务业平均工资水准。据官方招聘公告，香江百货为超市员工提供社保/月公休假/年终奖/带薪年假/产假/年节福利/夜班补贴/累计工龄/免费工作餐和节日福利。总体而言商超工作人员热情，尤其是生鲜区，但服务与胖东来有显著差距，以我们草根探店经历的2件小事为例，例如顾客在生鲜区不慎碰翻了盒装蓝莓，现场未看到工作人员询问和帮忙整理，该名顾客自行收拾好；同事在付款区因地板湿滑不慎而摔倒崴脚，店员也并未上前提供协助和医务支持。

图 2：香江百货精彩生活门店 货品丰富，与当地普通商超形成差异化

例如：价格亲民的进口日化、食品、新奇的大包装零食、精品对常规货品形成补充



资料来源：香江百货门店实地走访、民银证券整理

图 3：香江百货精彩生活门店生鲜区灯光明亮，陈列佳，例如花菜已提前摘除黄叶并保鲜膜封好



资料来源：香江百货门店实地走访、民银证券整理

图 4：香江百货自有品牌“精彩生活”官网介绍价格较同类产品低 30%，因直采减少中间环节

香江百货自有品牌 SKU 不多，大多在主要日用品类（例如粮油、坚果、水饺等）

自有品牌花生油 5L 售价
99.9 元（竞品约 130 元）

自有品牌花生油
官网介绍

自有品牌澳洲进口燕麦 1kg
售价 16.8 元



资料来源：香江百货门店实地走访、香江百货公众号、民银证券整理

图 5：香江百货精彩生活店熟食均为现场制作 图：香江百货的衡阳米粉专区，还可美团外送



现炒炒菜类价目：
家常炒仔鸡 22 元
卤味回锅 22 元
贡菜爆鱿鱼须 21 元
辣椒炒肉 18 元
干烧口味排骨 20 元
胡萝卜炒肉 18 元

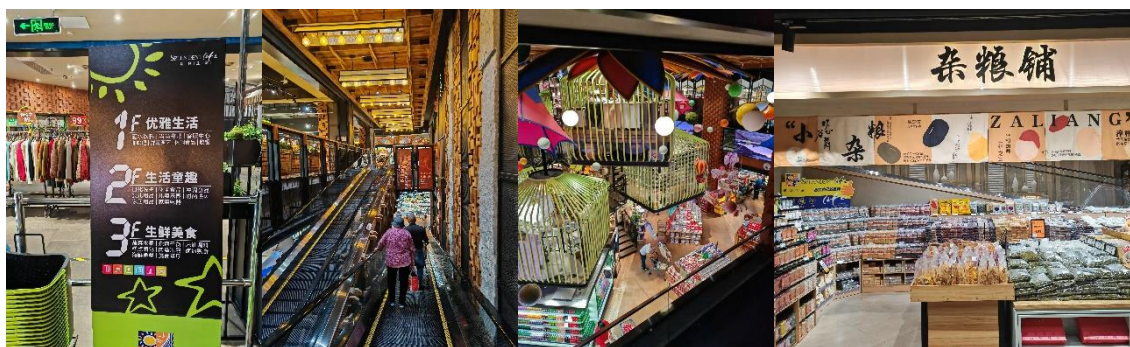
单位：每份



粉面部分价目：
酸辣粉 6.8 元
肉蛋粉 8.0 元
酸辣鸡杂粉 6.8 元
卤粉 8.0 元
鱼粉 10.8 元
排骨粉 10.8 元
小炒肉粉 8.0 元
单位：每份

资料来源：香江百货门店实地走访、民银证券整理

图 6：香江百货精彩生活门店装潢时尚，货品价格符合当地消费力



资料来源：香江百货门店实地走访、民银证券整理

二、超市调改思考：以香江百货为例，胖东来模式具备可复制性

我们的观点：

第一，香江百货印证了胖东来模式具备跨区域的可复制性。香江百货位于湖南省三线城市衡阳，早于 2012 年自上而下地学习胖东来，并融合自身城市消费特征因地制宜，在 2014 年已取得出色成果，并在随后的几年保持稳健增长。

第二，香江百货自 2012 年学习胖东来，其调改与目前永辉学习胖东来调改，具备共性和特性。

i. 共性包括大幅度调整货品结构、货品差异化、提升供应链能力、夯实卖场生鲜品类优势、提供更多快节奏生活的便利解决方案、大幅提升员工工资和福利的同时设立严格的卖场管理和服务标准、提升质控部独立性、设立外部监督等。

ii. 特性包括香江百货在调改时以自持物业为主，因此具备一定的调改宽容度，调改的时代背景也与目前有所区别。并且，香江百货作为衡阳本地的区域零售商，本地化能力强，因地制宜，提供层次丰富的货品，对本地消费力把握更精

准。据新闻，香江百货自持物业占 70%，调改初期也遇到各种困难，包括超市员工大量流失、出于引领城市消费的考虑而引进销路不确定的特色新品和特色品牌、前瞻性大力投入冷链等。当时调改的时代背景是 10 年前消费升级初现苗头之时，与目前消费趋势有所不同。

iii. 香江百货在调改货盘时，自有商品并非货品差异化的必选项，选品能力调改成功的重要因素。并未发展自有商品，而是通过采购团队全球与全国各地差异化特色选品，达成了与当地商超 40% 的货品差异度。香江百货在近年才发展出自有品牌“精彩生活”，其自有品牌大多设在必选品类（例如食用油、燕麦坚果、包子水饺），SKU 占比不高。

第三，香江百货调改启发：

i) 对于商超等零售行业，零售洞察能力和创新是制胜之道。管理效率和组织文化是综合能力的组成，持续迭代的能力是行业的软性门槛。香江百货在 10 年前仿效胖东来并成功调改，其调改的重要特点是**自上而下改革、员工激励力度的提升**，并且企业高层具备前瞻性的生意思维并贯彻落地。

ii) 对于零售商超，发展自有特色商品和差异化货盘，门槛没有想象中高，难度在于选品、产品设计和推广。中国食品工业和日用轻工 OEM 供应链发达，因地制宜，衡阳作为三线城市，地区性零售企业香江百货也能做到自有品牌。而根据与当地零售从业者访谈，以某款知名超市粮油产品为例，其源头供应商的起订规模仅为十余万。产品供应并不是最大门槛，难处在于洞察目标客群的需求而选品或对产品作微创新，以及推广产品解决销路。

iii) 根据草根体验，香江百货与胖东来仍有差距，尤其是服务，而这需要企业文化、组织激励体系、员工持续培训体系的支持。展望未来，考虑到商品零售线上渗透率具备上限，国内商超业态有望发展出自己独有的模式，依托于发达的食品日用轻工供应链、持续发展的冷链设施、充沛的城市劳动力，兼顾商品**差异化+服务**。

风险提示：

消费者信心复苏的不确定性；

线下客流承压；

行业竞争格局加剧；

供应链及产品变革、组货、团队培训、组织管理等方面提升进度不及预期。

行业评级体系（基准为 MSCI 中国指数）

增持：未来 12 个月行业股票指数强于基准

中性：未来 12 个月行业股票指数基本与基准持平

减持：未来 12 个月行业股票指数弱于基准

公司评级体系（基准为公司所在行业的 MSCI 中国行业指数）

买入：未来 12 个月个股股价表现强于基准

持有：未来 12 个月个股股价表现基本与基准持平

卖出：未来 12 个月个股股价表现弱于基准

分析师声明

本报告作者谨此声明：(i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点，并以独立方式撰写；(ii) 其报酬没有任何部分曾经，是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的有联系者（定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则）没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票，或在本报告发布后 3 个工作日内将买卖或交易本文所提述的股票；(ii) 他们或其各自的有联系者并非本报告提述的任何公司的雇员；及 (iii) 他们或其各自的有联系者没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

民银证券有限公司

CIBC Securities Company Limited

网站：<https://www.cmbccap.com/>

地址：香港中环交易广场 1 期 45 楼

免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由民生商银国际控股有限公司（“民银国际”）的附属公司民银证券有限公司（“民银证券”）编写。此报告所载资料的来源皆被民银证券认为可靠。此报告所载的见解，分析、预测、推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。民银国际和任何附属公司（统称“民银集团”）或任何个人不能担保其准确性或完整性。

此报告所载的资料、意见及推测反映民银证券于最初发表此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。

此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标，财务状况或特殊需求考虑进去。

民银证券及其高级职员、董事、员工，可能不时地，在相关的法律、规则或规定的许可下(1)持有或买卖此报告中所提到的公司的证券，(2)进行与此报告内容相异的仓盘买卖，(3)与此报告所提到的任何公司存在顾问、投资银行或其他金融服务业务关系，(4)又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。(5)民银集团的投资银行或资产管理团队可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。(6)此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他民银集团成员专业人员的意见不同或相反。投资者应注意其可能存在影响本报告客观性的潜在利益冲突。

投资者不应仅依靠此报告，而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询专业意见。民银集团不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士，尤其（但不限于）此报告及其任何副本均不可被带往或传送至日本、加拿大或美国，或直接或间接分发至美国或任何美国人士（根据 1933

年美国证券法 S 规则的解释)，民银证券也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得民银证券的授权，任何人不得以任何目的复制、派发或出版此报告。民银证券保留一切权利。

规范性披露

民银集团拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于 1%或完全不拥有该上市公司的财务权益。

民银集团的雇员包括分析员或其有联系者（参照证监会持牌人守则中的定义）并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。

民银集团在过去 12 个月未与此报告提到的上市公司有任何投资银行或庄家活动相关的业务关系。