

2012-5-9

行业研究(深度报告)

评级 **中性** **维持**

零售业行业

费用压力下，收入还能拉动多少营业利润增速？

分析师：童兰

☎ (8627)65799539

✉ tonglan@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490511040003

联系人：

☎

✉

联系人：杨靖凤

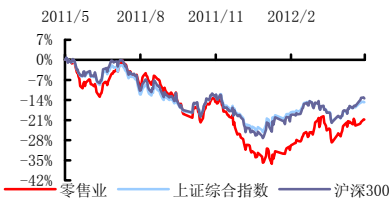
☎ (8621)68751636

✉ yangjf@cjsc.com.cn

行业内重点公司推荐

公司名称	公司代码	投资评级
002277	友阿股份	推荐
600697	欧亚集团	推荐
000501	鄂武商 A	推荐

市场表现对比图(近12个月)



资料来源：Wind

相关研究

- 《零售行业周报(20120430-20120506)》2012-5-7
- 《零售行业周报(20120423-20120429)》2012-5-1
- 《零售行业周报(20120416-20120422)》2012-4-24

报告要点

■ 零售行业营业利润率的波动对营业利润增速影响较大

百货行业的收入增速在 2010 年以前一直处于相对稳定阶段，但由于百货行业营业利润率基数较低，百货行业的营业利润率在 2004-2007 年间持续改善是该阶段营业利润高速增长的重要原因。但超市行业的营业利润在 2008-2010 年因为营业利润率的恶化而导致营业利润增速大幅低于收入增速。零售行业营业利润率的波动对营业利润增速影响较大。

■ 费用较快增长是压制零售行业营业利润增速的重要原因

人工、租赁、水电及折旧摊销费用是零售行业费用的主要组成部分，在百货及超市行业的占比均在 75%左右。且人工及租金等刚性成本的增速未来难以下降，在较乐观的预期下，预计未来 2-3 年百货及超市行业费用增速将分别维持 20-25%及 25-30%的区间。

■ 收入及费用增速赛跑，营业利润随之加速增长或下降

对百货行业而言，基于现有的联营模式，行业毛利率将在激烈竞争及商品结构提档升级趋势下而难以提升的假设前提下，我们预计：1) **行业收入增速以超过 25%的速度增长**，则费用率有望在收入的高速增长下得到较大的缓和，**营业利润增速也将在收入增速及营业利润率的双重拉动下以超过 30%的速度较快增长**；2) **行业收入增速位于 20-25%的区间**，费用率将趋于稳定；但由于毛利率提升乏力，营业利润率将略有下滑，**营业利润增速将略低于收入增速，预计将维持在 20%左右的区间**；3) **行业收入增速低于 20%**，费用率将同比提升，如果毛利水平无明显改善，**营业利润增速也将大幅低于收入增速回落至 20%以下**。

基于超市行业经营模式及效率的改善及提升，毛利率也随之得到改善的假设前提下，我们预计：1) **行业收入增速以超过 25%的速度增长**，费用率将趋于平稳甚至下降，若毛利率能保持提升的趋势，**营业利润增速在收入增速及营业利润率改善的双重拉动下以高于 25%的收入增长**；2) 行业收入增速若低于 25%，则费用率或将同比提升，但若毛利率能继续保持提升趋势，则营业利润率将面临着毛利率与费用率之间的增速博弈，考虑到行业现有毛利率提升的幅度及进度，**若增速仍能保持 20-25%，则费用率提升幅度有限，营业利润率仍有望随毛利率提升而改善，若收入增速低于 20%，则营业利润率走低的概率较大，行业营业利润增速也将随之进一步恶化**；

目录

2011 年及 2012 年 Q1 行业基本情况总结	5
2011 年百货及超市行业基本情况概览.....	5
2012 年 Q1 百货及超市行业基本情况概览.....	6
行业营业利润率的波动对营业利润影响较大	7
营业利润增速受收入增速、毛利率及费用率共同影响，且毛利率及费用率对其影响弹性较大	9
营业收入增速	10
我们认为行业收入增速未来 2-3 年仍有望维持 20%左右	10
百货行业收入增速加快，收入增速随规模壮大而趋缓.....	12
超市行业收入增速受 CPI 影响较大，外延收入增长随行业规模增大而趋缓	15
毛利率	16
百货行业毛利率水平逐渐走低：竞争加剧及商品结构提档升级	16
超市行业毛利率水平逐步改善：物流体系对经营效率及模式的支撑.....	16
费用率	17
零售行业规模经济效应不明显，费用压力未随公司规模扩大而缓和.....	17
超市行业费用压力短期内较百货行业更为凸显	19
整体费用较快增长：人工及租金等刚性费用增速较快为主因	20
预计未来 2-3 年百货及超市行业费用增速将分别维持 20-25%及 25-30%	22
营业利润.....	23
收入及费用增速赛跑，营业利润随之加速增长或下降.....	23
投资建议.....	26

图表目录

图 1: 2000-2011 年百货行业上市公司收入增速与营业利润增速对比情况	8
图 2: 2000-2011 年超市行业上市公司收入增速与营业利润增速对比情况	8
图 3: 2011 年百货上市企业的收入增速为历年来最高水平	10
图 4: 2011 年超市上市企业的收入增速为近五年来较高水平	11
图 5: 2000-2011 我国社会消费品零售总额增速大多稳定在 20%左右	11
图 6: 2000-2011 年限额以上批发及零售业零售额增速	12
图 7: 2000-2011 年剔除汽车石油制品后限额以上企业零售额增速	12
图 8: A 股百货上市公司收入规模复合增速近年来逐步提升	12
图 9: 规模较大百货上市公司的收入增速随规模扩大而逐渐趋缓	13
图 10: 规模较小中西部百货公司的收入增速随区域经济提速而提升	14
图 11: 超市行业上市公司整体收入增速与 CPI 相关度较高	15
图 12: 剔除 CPI 影响后超市行业上市公司整体收入增速	15
图 13: 百货行业的毛利率水平在多重负面影响下未来或仍难摆脱走低局面	16
图 14: 超市行业的毛利率水平逐渐走高且未来仍存改善空间	17
图 15: 百货行业上市公司的费用控制情况与收入规模相关度不高	19
图 16: 超市行业上市公司的费用控制情况与收入规模相关度不高	19
图 17: 百货行业的费用增速在近年来低于收入增速	19
图 18: 超市行业的费用增速持续高于收入增速	20
图 19: 2000-2011 年百货上市公司费用率变化情况	20
图 20: 2007-2011 年超市上市公司费用率变化情况	20
图 21: 百货上市公司费用结构情况	21
图 22: 超市上市公司费用结构情况	21
图 23: 2009-2011 年百货行业主要费用占比情况	21
图 24: 2009-2011 年超市行业主要费用占比情况	21
图 25: 2009-2011 年百货及超市行业各主要费用类别的复合增速对比情况	21
图 26: 百货行业上市公司的各项费用/营业收入对比情况	22
图 27: 超市行业上市公司的各项费用/营业收入对比情况	22
图 28: 2004-2011 年百货行业营业利润率的波动对营业利润增速的影响弹性	24
图 29: 2004-2011 年超市行业营业利润率的波动对营业利润增速的影响弹性	25
表 1: 2011 百货行业上市公司的各项财务指标情况	5
表 2: 2011 超市行业上市公司的各项财务指标情况	5
表 3: 2012Q1 百货行业上市公司的各项财务指标情况	6
表 4: 2012Q1 超市行业上市公司的各项财务指标情况	7
表 5: 2004-2011 年百货行业上市公司收入及营业利润增速对比	8
表 6: 2008-2011 年超市行业上市公司收入及营业利润增速对比	8
表 7: 毛利率对营业利润增速的弹性	9
表 8: 费用率对营业利润增速的弹性	10
表 9: 公司收入增速随公司规模扩大而趋缓	13
表 10: 收入规模较小的中西部百货公司收入增速随区域崛起而提升	14

表 11: 百货行业上市公司的收入规模与对应的销售+管理费用率对比情况.....	17
表 12: 超市行业上市公司的收入规模与对应的费用率对比情况.....	18
表 13: 百货行业费用增速的模拟情况.....	22
表 14: 超市行业费用增速的模拟情况.....	23
表 15: 2004-2011 年百货行业营业利润率改变对营业利润的影响.....	24
表 16: 2004-2011 年超市行业营业利润率改变对营业利润的影响.....	24
表 17: 百货及超市行业未来营业利润增速的情景模拟.....	26

2011 年及 2012 年 Q1 行业基本情况总结

2011 年百货及超市行业基本情况概览

2011 年, 36 家 A 股百货上市公司实现营业收入合计 2651.45 亿元, 同比增长 30.75%, 增速较 2010 年进一步提升, 为 2000 年以来历史最高水平。考虑到友谊股份、重庆百货及首商股份等近年由于存在重大资产重组, 使得经营规模迅速扩大。若剔除这 3 家公司的影响, 剩余 33 家百货行业上市公司的营业收入同比增长 22.98%, 增速同比 2010 年仍略有加快。

2011 年, 百货行业上市公司的销售及管理费用合计 370.33 亿元, 同比增长 28.84%, 由于当期较快的收入增速, 使得费用率同比下降 0.16 个百分点至 13.29%。同时 2011 年百货行业上市公司的平均毛利水平同比提升 0.08 个百分点至 19.70%, 尽管毛利水平同比略有改善, 但仍是 2007 年以来的较低水平。

得益于收入的较快增长带来费用率的下降, 且毛利率水平同比保持稳定, 2011 年百货行业的营业利润率同比提升 0.23 个百分点至 4.26%, 营业利润增速也随营业利润率改善放大至 38.28%。

表 1: 2011 百货行业上市公司的各项财务指标情况

项目	36 家百货行业上市公司情况		剔除异动项后的基本情况	
	2010	2011	2010	2011
收入(亿元)	2027.83	2651.46	1475.25	1814.31
YOY	27.28%	30.75%	22.59%	22.98%
费用(亿元)	287.44	370.33	198.65	241.14
YOY	23.14%	28.84%	20.09%	21.39%
费用率	14.17%	13.97%	13.47%	13.29%
毛利率	19.62%	19.70%	19.77%	19.54%
营业利润率	4.03%	4.26%	4.56%	4.42%
营业利润(亿元)	81.72	113.00	67.20	80.24
YOY	39.07%	38.28%	35.12%	19.41%

资料来源: 长江证券研究部整理

2011 年, 7 家 A 股超市上市公司实现营业收入合计 743.81 亿元, 同比增长 22.89%, 增速较 2010 年提升 1.56 个百分点, 为近五年来较高水平。

2011 年, 超市行业上市公司的销售及管理费用合计约为 122.86 亿元, 同比增长 25.74%, 费用率则同比提升 0.38 个百分点至 16.52%, 且超市行业的费用水平自 2008 年开始一直保持较快的增长速度。同时 2011 年超市行业上市公司的平均毛利水平约为 19.83%, 同比提升 0.41 个百分点, 自 2007 年以来, 超市行业的毛利水平逐年改善。

得益于超市行业的毛利水平较大幅度的改善, 同时当期较高的收入增速使得费用率的提升幅度较小, 2011 年超市行业营业利润率水平同比提升 0.1 个百分点至 2.50%, 营业利润增速也超过收入增速提升至 28.27%。

表 2: 2011 超市行业上市公司的各项财务指标情况

项目	2010	2011
收入(亿元)	605.26	743.81

YOY	21.33%	22.89%
费用(亿元)	97.71	122.86
YOY	27.71%	25.74%
费用率	16.14%	16.52%
毛利率	19.42%	19.83%
营业利润率	2.40%	2.50%
营业利润(亿元)	14.50	18.60
YOY	9.08%	28.27%

资料来源：长江证券研究部整理

2012 年 Q1 百货及超市行业基本情况概览

2012 年 1 季度，36 家百货行业上市公司实现营业收入合计 805.89 亿元，同比增长 18.00%；相比于 2011 年 1 季度收入增速 31.81%，本期增速大幅放缓；如果剔除部分公司资产重组等扰动因素，2012 年 1 季度，剔除友谊股份、重庆百货及首商股份等标的，剩余 33 家百货行业上市公司的营业收入同比增长仅为 6.74%，在可比口径下，2011 年同期的营业收入同比增速为 25.42%。

而相比较低的收入增速，36 家百货行业上市公司的销售及管理费用合计同比增长 22.31%，超过收入增速，使得 2012 年 1 季度百货行业的销售及管理合计费用率同比增长 0.44 个百分点至 12.61%。

但由于 2012 年 1 季度黄金珠宝及家电等低毛利商品的收入增速同比大幅放缓，使得百货行业的整体毛利水平同比提升约 0.97 个百分点至 19.50%。得益于毛利率的较大幅度改善，百货行业在 2012 年 1 季度的营业利润率整体出现改善，从而拉动营业利润增速提升至 28.80%，超过收入增速。

表 3：2012Q1 百货行业上市公司的各项财务指标情况

项目	36 家百货行业上市公司情况		剔除异动项后的基本情况	
	2011Q1	2012Q1	2011Q1	2012Q1
收入(亿元)	682.98	805.89	502.59	536.47
YOY	31.81%	18.00%	25.42%	6.74%
费用(亿元)	83.09	101.63	59.04	66.59
YOY	21.37%	22.31%	15.48%	12.78%
费用率	12.17%	12.61%	11.75%	12.41%
毛利率	18.53%	19.50%	19.04%	20.10%
营业利润率	5.03%	5.49%	5.65%	5.97%
营业利润(亿元)	34.37	44.27	28.41	32.01
YOY	38.55%	28.80%	32.87%	12.68%

资料来源：长江证券研究部整理

对于超市行业，2012 年 1 季度，7 家超市行业上市公司实现营业收入合计 238.07 亿元，同比增长 18.60%；而 2011 年 1 季度收入增速为 25.20%，本期增速有所放缓。

但相比较为稳定的收入增速，2012 年 1 季度 7 家超市行业上市公司销售及管理费用合计同比增长 26.67%，费用增速大幅超过收入增速，使得 2012 年 1 季度超市行业的销售及管理合计费用率同比增长 0.98 个百分点至 15.42%。

2012年1季度,超市行业7家上市公司整体的毛利水平仍在逐步改善,同比提升0.25个百分点至19.14%,但由于费用率更快的提升,使得本期超市行业营业利润率下滑0.92个百分点至2.68%,导致行业营业利润增速下滑至-11.89%。

表 4: 2012Q1 超市行业上市公司的各项财务指标情况

项目	2011Q1	2012Q1
收入(亿元)	200.73	238.07
YOY	25.20%	18.60%
费用(亿元)	28.98	36.71
YOY	24.91%	26.67%
费用率	14.44%	15.42%
毛利率	18.89%	19.14%
营业利润率	3.60%	2.68%
营业利润(亿元)	7.23	6.37
YOY	34.34%	-11.89%

资料来源:长江证券研究部整理

对比2011年及2012年Q1零售行业营业利润增速,我们认为**收入增速、毛利率及费用率**是影响零售企业营业利润的主要因素:

- 1) 2011年百货行业的营业利润录得38.28%较高增速的主要原因是:行业毛利率保持稳定,同时**当期收入的较快增长缓和了费用压力,费用率的同比下降使得当期营业利润率同比改善**,从而进一步拉动当期营业利润以高于收入的增长速度而快速增长;
- 2) 2011年超市行业的营业利润录得28.27%的较高增速的主要原因是:行业**毛利率出现较大幅度提升,同时当期较快的收入增长使得费用率提升幅度较小,营业利润率的改善也进一步拉动行业营业利润的增速超过收入增速**;
- 3) 2012年Q1百货行业**收入增速大幅下滑至6.74%,行业费用率同比提升幅度较大**,但营业利润增速仍能维持12.68%的水平,主要原因是本期百货行业的**毛利水平随低毛利商品增速大幅放缓而出现较大幅度改善,从而使得营业利润率改善**拉动营业利润保持高于收入增速的水平增长;
- 4) 2012年Q1超市行业录得负增长的主要原因是:**行业收入增速同比放缓,费用的刚性增长凸显行业费用压力,费用率同比提升幅度超过毛利率改善幅度,营业利润率走低进一步拉低营业利润的增速水平**。

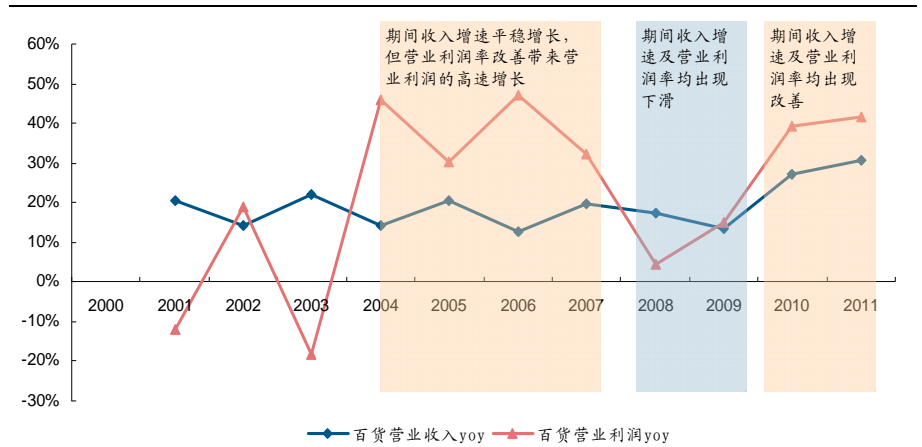
行业营业利润率的波动对营业利润影响较大

从2000-2011年百货及超市行业上市公司的营业利润增速表现来看,自2004年以来,百货行业上市公司的营业利润增速一直处在高速增长期,其中仅2008-2009年百货行业营业利润增速出现大幅下滑,分别为4.42%及15.02%。除此之外的其他年份,百货行业的营业利润增速均在30%以上。

2004-2007年间,尽管百货行业收入增速一直处于20%以下的较低水平,但百货行业营业利润率的持续改善,使得百货行业在收入增速并不高的情况下仍能维持高速的营业利润增长;而2008-2009年,行业收入及营业利润率的均出现下滑,使得行业营业利润增速也迅速大幅放缓;2010-2011年,行业收入增速大幅上升,同时营业利润率也出现

改善，行业营业利润增速从而得以大幅提升。

图 1：2000-2011 年百货行业上市公司收入增速与营业利润增速对比情况



资料来源：Wind, 长江证券研究部

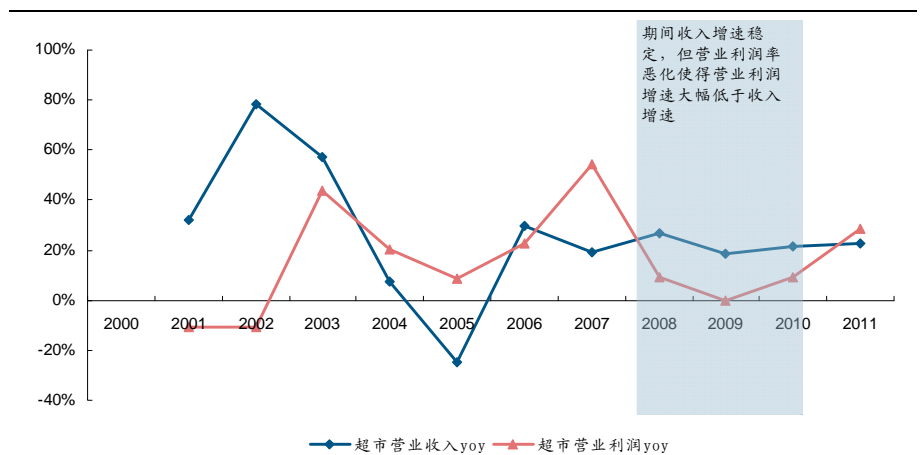
表 5：2004-2011 年百货行业上市公司收入及营业利润增速对比

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
百货营业收入 yoy	14.29%	20.40%	12.70%	19.72%	17.47%	13.63%	27.28%	30.75%
百货营业利润率	2.63%	2.85%	3.71%	4.10%	3.64%	3.69%	4.03%	4.26%
百货营业利润 yoy	46.07%	30.25%	47.11%	32.12%	4.42%	15.02%	39.07%	41.75%

资料来源：长江证券研究部整理

对于超市行业，剔除超市行业新股上市的影响。2008 年以来，超市行业的收入增速一直维持在 20%左右，而超市行业营业利润增速近年来一直显著低于收入增速，2008-2010 年超市行业营业利润增速仅分别为 9.11%，-0.30%及 9.08%。仅 2011 年超市行业的营业利润增速回升至收入增速之上。

图 2：2000-2011 年超市行业上市公司收入增速与营业利润增速对比情况



资料来源：Wind, 长江证券研究部

表 6：2008-2011 年超市行业上市公司收入及营业利润增速对比

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
超市营业收入 yoy	7.32%	-24.69%	29.78%	19.09%	26.68%	18.43%	21.33%	22.89%
超市营业利润率	2.08%	3.01%	2.84%	3.68%	3.17%	2.67%	2.40%	2.50%
超市营业利润 yoy	20.31%	8.81%	22.51%	54.03%	9.11%	-0.30%	9.08%	28.27%

资料来源：长江证券研究部整理

我们认为，百货行业的收入增速在 2010 年以前一直处于相对稳定阶段，但由于百货行业营业利润率基数较低，百货行业的营业利润率在 2004-2007 年间持续改善是该阶段营业利润高速增长的重要原因。而超市行业的营业利润在 2008-2010 年也因为营业利润率的恶化而导致营业利润增速大幅低于收入增速。营业利润率的波动对行业营业利润增速影响较大。

营业利润增速受收入增速、毛利率及费用率共同影响，且毛利率及费用率对其影响弹性较大

我们暂忽略营业税金及附加和财务费用等的影响，粗略计算**营业利润率=毛利率-费用率**；且费用率仅考虑销售及管理费用率，因此：

营业利润=营业收入*毛利率-销售费用-管理费用

=营业收入*营业利润率

=营业收入*(毛利率-费用率)

营业利润 yoy=[上年营业收入*(1+营业收入 yoy)*当年营业利润率/上年营业收入*上年营业利润率]-1

= (1+营业收入 yoy) * (当年营业利润率/上年营业利润率) -1

= (1+营业收入 yoy) * (当年毛利率-当年费用率) / (上年毛利率-上年费用率) -1

判断**收入增速、毛利率及费用率**对营业利润增速的弹性影响：

- 1) 假设毛利率与费用率均保持不变，仅营业收入 yoy 改变；则：营业利润 yoy=营业收入 yoy
- 2) 假设营业收入与费用率不变，仅毛利率改变；则：营业利润 yoy=(当年毛利率-上年毛利率)/(上年毛利率-费用率)，毛利率的弹性如下：

当年毛利率-上年毛利率=营业利润 yoy*(上年毛利率-费用率)

=营业利润 yoy*上年营业利润率

表 7：毛利率对营业利润增速的弹性

上年营业利润率 \ 营业利润 yoy	15%	20%	25%	30%	35%	40%
1%	0.15%	0.20%	0.25%	0.30%	0.35%	0.40%
2%	0.30%	0.40%	0.50%	0.60%	0.70%	0.80%
3%	0.45%	0.60%	0.75%	0.90%	1.05%	1.20%
4%	0.60%	0.80%	1.00%	1.20%	1.40%	1.60%
5%	0.75%	1.00%	1.25%	1.50%	1.75%	2.00%
6%	0.90%	1.20%	1.50%	1.80%	2.10%	2.40%

资料来源：长江证券研究部；

从毛利率对营业利润增速的弹性比较中：假设在费用率及营业收入均不变的情况下，如果上年营业利润率为 1%，则当年毛利率提升 0.15%即可使得营业利润提升 15%，而当

年毛利率提升 0.4%即可使得营业利润提升 40%；如果上年营业利润率较高为 6%，则当年毛利率提升 0.90%能使得营业利润提升 15%，而若营业利润提升 40%，则当年的毛利率则提升 2.4%。**我们认为，毛利率的改变对营业利润的影响弹性较大，且上年营业利润率越低，毛利率对营业利润影响的弹性越大。**

3) 假设营业收入与毛利率不变，仅费用率改变；则：营业利润 yoy=(上年费用率-当年费用率)/(毛利率-上年费用率)，费用率弹性如下：

$$\begin{aligned} \text{上年费用率}-\text{当年费用率} &= \text{营业利润 yoy} * (\text{毛利率}-\text{上年费用率}) \\ &= \text{营业利润 yoy} * \text{上年营业利润率} \end{aligned}$$

表 8：费用率对营业利润增速的弹性

上年营业利润率 \ 营业利润 yoy	15%	20%	25%	30%	35%	40%
1%	0.15%	0.20%	0.25%	0.30%	0.35%	0.40%
2%	0.30%	0.40%	0.50%	0.60%	0.70%	0.80%
3%	0.45%	0.60%	0.75%	0.90%	1.05%	1.20%
4%	0.60%	0.80%	1.00%	1.20%	1.40%	1.60%
5%	0.75%	1.00%	1.25%	1.50%	1.75%	2.00%
6%	0.90%	1.20%	1.50%	1.80%	2.10%	2.40%

资料来源：长江证券研究部；

与毛利率对营业利润增速的弹性影响类似：假设在毛利率和营业收入不变的情况下，如果上年营业利润率为 1%，当年的费用率下降 0.15%，即能使得营业利润提升 15%；而如果上年营业利润率为 6%，则在当年毛利率和营业收入均不变的情况下，若当年营业利润提升 15%，则当年费用率需下降 0.90%。**费用率的改变同样对营业利润影响的弹性较大，且上年营业利润率越低，费用率的下降对营业利润影响的弹性越大。**

我们认为，零售行业营业利润增速受到收入增速、毛利率及费用率等主要因素的共同影响，且相比收入增速，毛利率及费用率的波动导致营业利润率的改变，对营业利润增速的影响表现出更大的弹性。

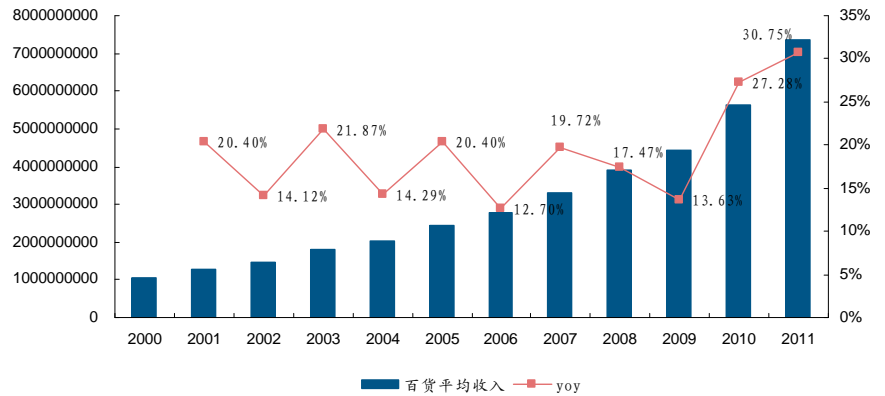
营业收入增速

我们认为行业收入增速未来 2-3 年仍有望维持 20%左右

从近 10 年零售行业的收入增速情况来看，百货行业收入增速一直相对稳定，仅 2010-2011 年百货上市公司的收入增速维持超过 25%，其余年份百货行业的收入增速均保持在约 15-20%的增长区间。

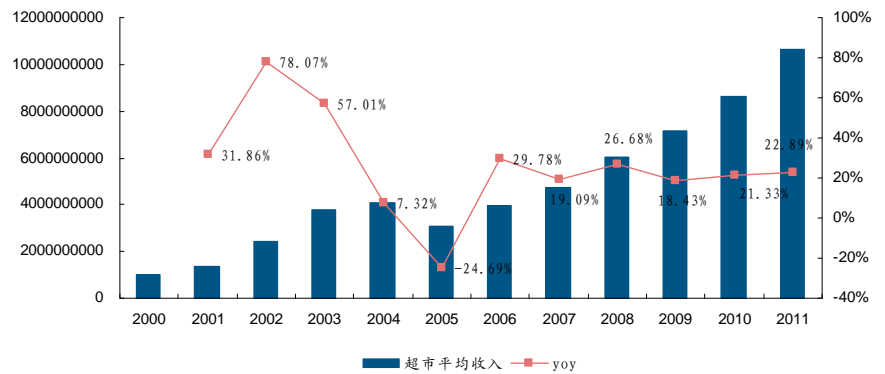
超市行业由于标的较少，行业平均收入受到新上市公司影响较大，剔除新上市公司收入规模的影响，超市行业 2007-2011 年的收入增速也一直维持在 20%左右的水平

图 3：2011 年百货上市企业的收入增速为历年来最高水平



资料来源: Wind, 长江证券研究部

图 4: 2011 年超市上市企业的收入增速为近五年来较高水平

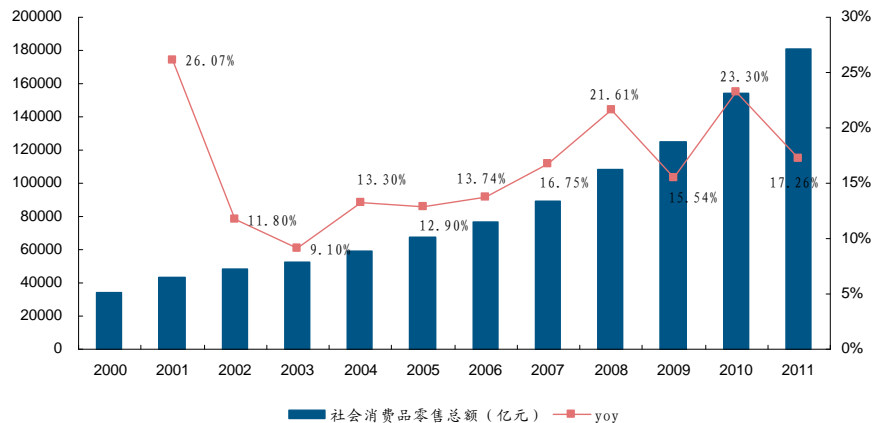


资料来源: Wind, 长江证券研究部

2000-2011 年, 我国社会消费品零售总额的复合增速约为 16.38%, 且自 2006 年开始, 社会消费品零售总额增速开始迅速提升, 近 5 年的复合增速进一步提升至 18.85%。

除此之外, 自 2003 年开始我国限额以上批发及零售业零售额步入增长快车道, 2003-2011 年间的复合增速为 28.5%, 而剔除汽车石油制品后的限额以上批发及零售业零售额的期间复合增速为 25.06%, 且 2010-2011 年间的增速分别为 46.39% 及 37.28%, 增速进一步大幅提升。

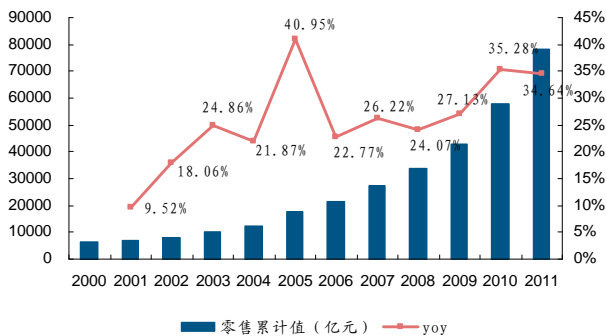
图 5: 2000-2011 我国社会消费品零售总额增速大多稳定在 20% 左右



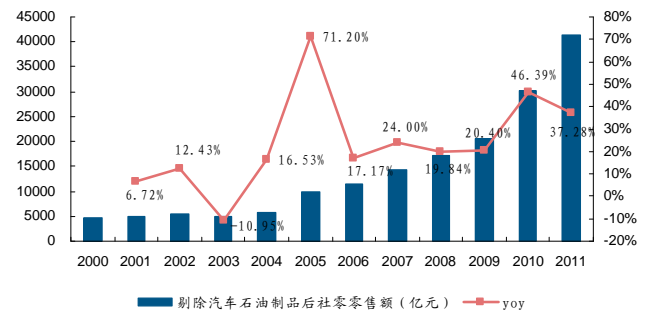
资料来源: Wind, 长江证券研究部

图 6: 2000-2011 年限额以上批发及零售业零售额增速

图 7: 2000-2011 年剔除汽车石油制品后限额以上企业零售额增速



资料来源: Wind, 长江证券研究部



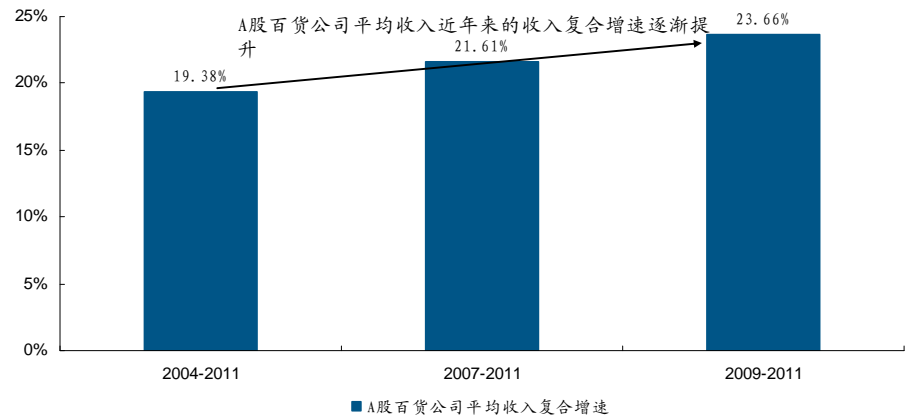
资料来源: Wind, 长江证券研究部

我们认为, 2000-2011 年我国社会消费品零售总额增速总体维持稳定, 且自 2007 年起, 社会消费品零售总额增速开始加快, 近年一直维持在 15% 以上的水平, 同时限额以上批发及零售企业零售额增速在 2005 年达到一个高峰后, 2006 年开始也一直稳定在 20% 以上的水平, 且近年来零售行业增速有所提升。我们判断尽管零售行业面临电子商务及商业地产等渠道分流及竞争加剧的负面影响, 但随着内需持续增长带动社会消费蛋糕整体做大, 我国社会消费品零售额增速在可预见的未来仍能保持稳定增长, 预计未来 2-3 年零售行业的增速仍有望维持在 20% 左右的水平。

百货行业收入增速加快, 收入增速随规模壮大而趋缓

A 股百货公司的平均收入的复合增速, 近 8 年为 19.38%, 近 5 年为 21.61%, 而近 3 年的复合增速则进一步提升至 23.66%。我们认为, 百货行业整体收入复合增速逐渐加快的原因主要是: 1) 近年来在新股扩容及部分公司通过兼并或资产注入等多种因素影响下百货行业收入规模迅速扩大, 2) 在我国内需拉动下, 国内消费近年来整体增速也迅速提升, 推动百货行业的收入增速进一步加快。

图 8: A 股百货上市公司收入规模复合增速近年来逐步提升



资料来源: Wind, 长江证券研究部

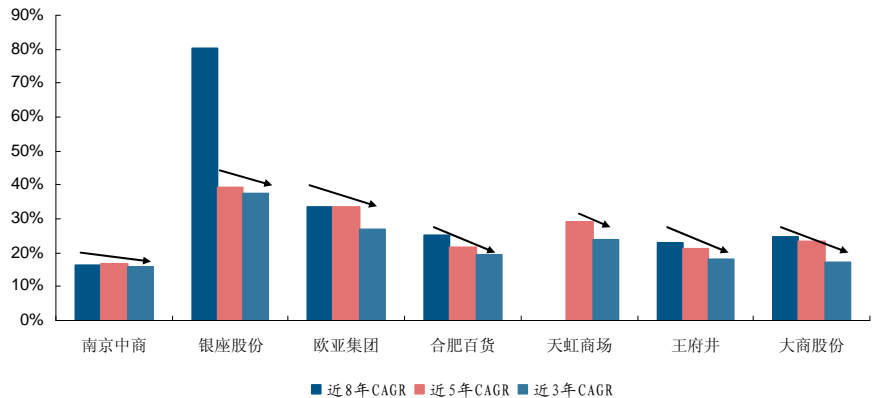
尽管行业规模近年来的增速较快,但从单个公司来看,随着规模的逐渐壮大,公司的收入增速边际趋缓。我们以百货行业 2011 年收入规模超过 70 亿(或接近 70 亿规模)的公司作为观察标的,其中友谊股份、重庆百货及首商股份在近年进行了重大资产重组,使得短期内收入规模迅速膨胀,拉高了短期的收入复合增速,另外鄂武商的复合增速近年来仍有所提升;除此之外的其他公司在近 8 年间,收入的复合增速均随公司规模扩大而略有下降。

表 9: 公司收入增速随公司规模扩大而趋缓

公司名称	2011 年收入规模(亿元)	近 8 年 CAGR	近 5 年 CAGR	近 3 年 CAGR
友谊股份	470.15	19.13%	17.62%	22.52%
南京中商	65.79	16.49%	16.64%	16.04%
银座股份	109.07	80.16%	39.07%	37.51%
欧亚集团	69.58	33.36%	33.58%	26.71%
合肥百货	85.51	25.16%	21.54%	19.24%
天虹商场	130.36	N/A	29.25%	23.85%
王府井	167.61	23.09%	21.29%	18.11%
大商股份	304.04	24.89%	23.31%	17.28%
重庆百货	250.12	30.30%	38.41%	57.35%
首商股份	116.88	33.88%	45.20%	71.29%
鄂武商	127.34	17.98%	23.47%	24.30%

资料来源: 长江证券研究部

图 9: 规模较大百货上市公司的收入增速随规模扩大而逐渐趋缓



资料来源: Wind, 长江证券研究部

我们认为,若剔除兼并重组及资产注入等带来短期收入大幅波动的影响,百货公司在自我稳定扩张的前提下,随着收入规模的逐渐壮大及店龄结构逐渐趋于成熟化,公司的收入增速也将边际趋缓。

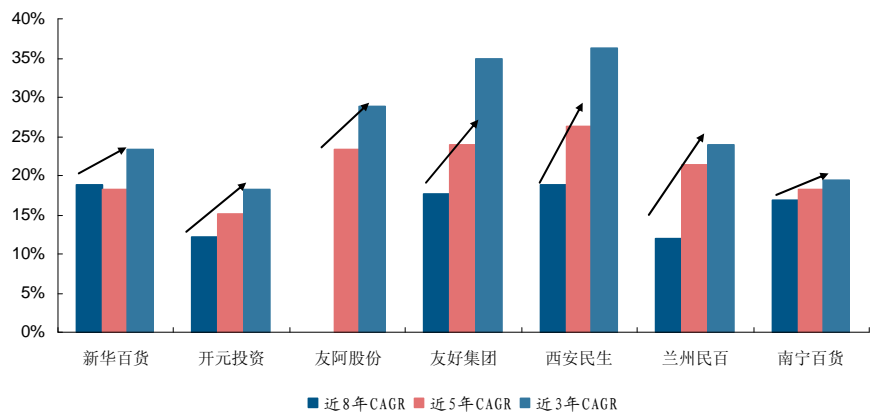
除了以上这些收入规模较大的企业,随着近年中西部地区发展速度的加快,当地消费增速也急剧提升,从而带动中西部地区的百货公司近年的收入增速也随之快速提高。

表 10: 收入规模较小的中西部百货公司收入增速随区域崛起而提升

公司名称	2011 年收入规模 (亿元)	近 8 年 CAGR	近 5 年 CAGR	近 3 年 CAGR
新华百货	52.91	18.91%	18.16%	23.27%
开元投资	33.78	12.18%	15.02%	18.28%
友阿股份	47.41		23.28%	28.79%
友好集团	38.60	17.65%	23.97%	34.98%
西安民生	28.50	18.85%	26.26%	36.28%
兰州民百	11.88	12.01%	21.41%	24.02%
南宁百货	23.00	16.78%	18.28%	19.48%

资料来源: 长江证券研究部

图 10: 规模较小中西部百货公司的收入增速随区域经济提速而提升



资料来源: Wind, 长江证券研究部

我们认为:近年来,伴随着经济的高速增长及居民消费力的迅速提升,我国百货企业也经历了高速发展及扩张时期,扎根一线及经济发达城市的商业龙头收入规模也随之迅速

扩大，随着收入规模的扩大，其收入也或由前期的高速发展逐渐步入平稳增长期。但由于我国区域经济分化较为严重，随着中西部地区经济近年来的加速提升，当地消费也迅速崛起，充分受益当地消费规模提升的百货公司的收入增速将继续保持较高水平。

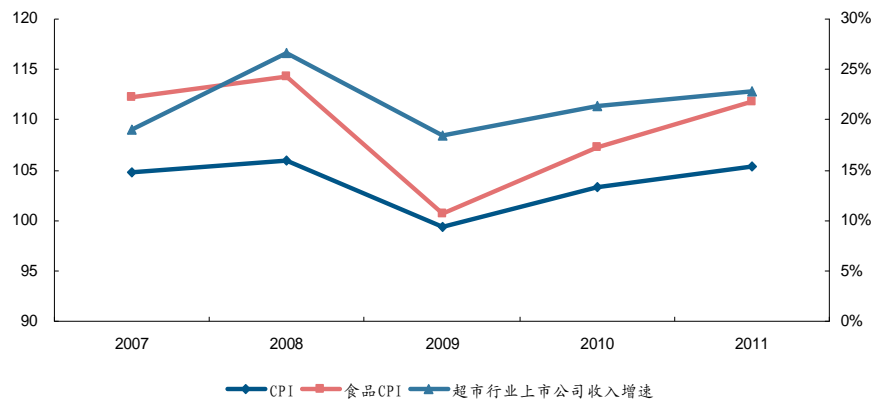
超市行业收入增速受 CPI 影响较大，外延收入增长随行业规模增大而趋缓

超市行业由于 A 股上市标的较少，且新增上市公司对超市行业上市公司整体的收入增速易产生波动。剔除新增公司影响后，2008-2011 年超市行业的收入增速分别为 26.68%、18.43%、21.33%及 22.89%，而 2008-2011 年我国 CPI 分别为 105.90、99.30、103.30 及 105.40；与超市商品结构相关度较高的食品 CPI 期间数据分别为 114.30、100.70、107.20 及 111.80，均与超市行业的收入增速保持了较高的一致性。

而剔除 CPI 的影响，超市行业上市公司近年的收入增速则呈现出边际递减的趋势，2008-2011 年增速分别为 20.78%、19.13%、18.3%和 17.49%。

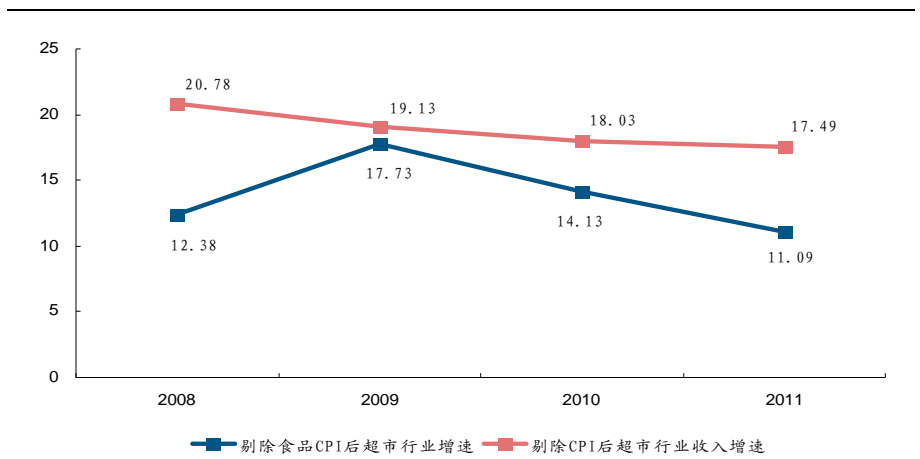
我们认为，超市行业的收入增长来源于内生及外延两方面，超市的内生增长与 CPI 相关度较高，而剔除内生增长的影响，随着超市行业整体规模的不断扩大，由行业扩张带来的外延收入增速影响也呈现出边际递减的效果。尽管如此，从历年数据来看，行业较快的外延扩张仍是行业保持较快增速的最重要原因，未来，超市公司的外延扩张能力仍是公司提升收入增速的最重要途径。

图 11：超市行业上市公司整体收入增速与 CPI 相关度较高



资料来源：Wind, 长江证券研究部

图 12：剔除 CPI 影响后超市行业上市公司整体收入增速



资料来源: Wind, 长江证券研究部

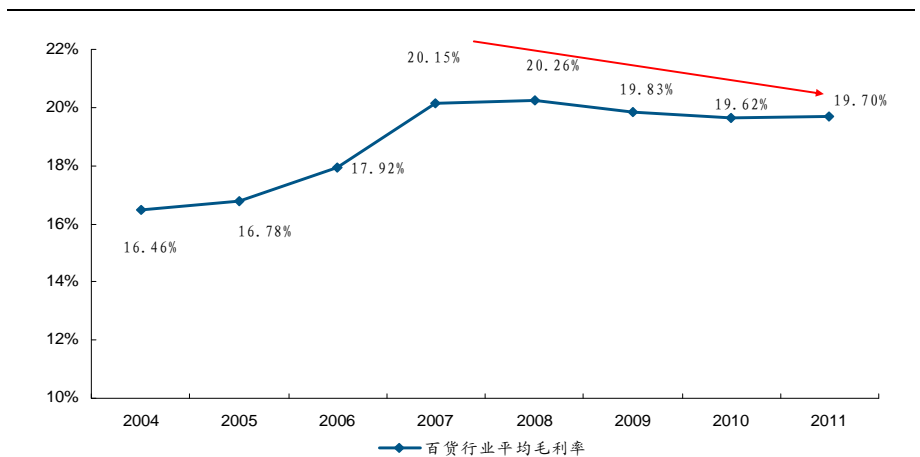
毛利率

百货行业毛利率水平逐渐走低: 竞争加剧及商品结构提档升级

对百货行业而言, 2004-2008年, 行业毛利率由 16.46% 迅速逐年提升至 20.26%, 而自 2008 年开始, 行业毛利率在高位开始回落。

我们认为, 百货行业的渠道竞争加剧是行业毛利水平回落的重要原因, 除此之外, 在消费升级及网络零售冲击的大趋势下, 百货行业的商品结构提档调升的步伐预计也将提速, 而在现有的百货商业主要的联营扣点的盈利模式下, 受到行业竞争格局的加剧及商品结构提档升级的双重影响, 我们判断未来的毛利水平仍难摆脱逐渐下降的趋势。

图 13: 百货行业的毛利率水平在多重负面影响下未来或仍难摆脱走低局面



资料来源: 长江证券研究部整理

超市行业毛利率水平逐步改善: 物流体系对经营效率及模式的支撑

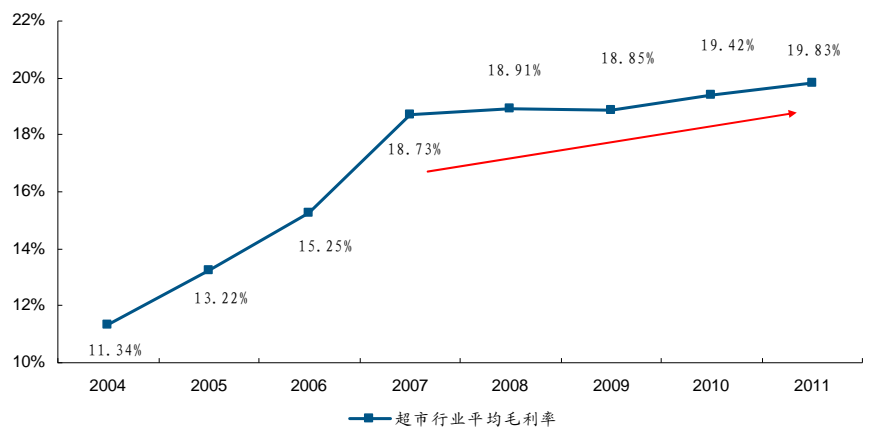
超市行业的毛利水平自 2005 年以来则呈现逐渐提升的趋势, 行业的毛利水平由 2005 年 13.22% 提升至 2011 年 19.83%, 行业毛利水平改善显著。

我们认为, 超市行业整体毛利水平提升的原因有: 1) 超市行业上市公司近年来的开店

策略均偏向于大卖场或者仓储形式，超市行业的单店面积有所扩大，商品结构中毛利较高的非食品等品类占比有所提升，超市行业的毛利水平随商品结构的改善得以提升；2) 近年来行业内注重建设自有配送中心，在改善商品配送效率及提升议价能力的基础上，超市公司也开始加大直采、自有品牌等业务，超市行业的毛利水平通过这些有效举措而逐渐改善。

除此之外，依托物流配送中心，超市公司可以通过提升公司经营效率，压缩中间流通环节，提升自身对供应商的议价能力，同时借助物流配送能力提升自有品牌、直采等业务的比例，**我们认为超市行业公司的毛利率水平未来仍存改善空间。**

图 14：超市行业的毛利率水平逐渐走高且未来仍存改善空间



资料来源：长江证券研究部整理

费用率

零售行业规模经济效应不明显，费用压力未随公司规模扩大而缓和

尽管零售行业规模有差异，但是从费用控制情况来看，百货及超市行业上市公司的费用控制情况并未与零售公司规模呈现较强的相关性。

从近三年的费用情况来看，百货行业上市公司中费用控制情况较好的有：大东方（2011 年收入规模 70.94 亿元，近三年销售及管理合计费用率的平均水平约为 7.33%）、广州友谊（收入规模 44.58 亿元，费用率约为 9.78%）、开元投资（收入规模约 33.78 亿元，费用率约为 9.54%）及合肥百货（收入规模约 85.51 亿元，费用率约 9.40%）；

超市行业上市公司中费用控制情况相对较好的是：三江购物（2011 年收入规模 51.17 亿元，近三年销售及管理费用合计费用率的平均水平约为 13.81%）；永辉超市（收入规模 177.32 亿元，费用率约为 14.45%）；中百集团（收入规模 138.64 亿元，费用率约为 15.40%）；

从收入规模及费用率的对比情况来看，百货及超市行业中上市公司的收入规模与其费用控制情况并未表现明显的相关性，收入规模较大的公司的费用率并未呈现出与之规模相匹配的费用控制优势。

表 11：百货行业上市公司的收入规模与对应的销售+管理费用率对比情况

股票简称	2011 年收入规模 (亿元)	2009	2010	2011	近三年平均 水平
友谊股份	470.15	18.54%	19.01%	18.18%	18.57%
大商股份	304.04	16.29%	15.78%	15.16%	15.75%
重庆百货	250.12	12.64%	11.48%	11.11%	11.74%
王府井	167.61	12.58%	11.82%	12.09%	12.16%
天虹商场	130.36	16.78%	16.49%	16.61%	16.63%
鄂武商 A	127.34	13.49%	13.64%	14.11%	13.74%
首商股份	116.88	18.80%	18.12%	13.63%	16.85%
银座股份	109.07	13.51%	13.77%	13.99%	13.76%
合肥百货	85.51	9.56%	9.27%	9.37%	9.40%
广百股份	71.85	14.48%	14.34%	13.50%	14.11%
大东方	70.94	6.92%	6.76%	8.31%	7.33%
欧亚集团	69.58	10.30%	9.56%	10.56%	10.14%
南京中商	65.79	15.19%	14.87%	12.68%	14.25%
新华百货	52.91	10.21%	11.32%	11.18%	10.90%
友阿股份	47.41	10.92%	9.77%	9.55%	10.08%
广州友谊	44.58	9.68%	9.17%	10.49%	9.78%
武汉中商	41.04	13.73%	14.81%	14.75%	14.43%
友好集团	38.60	16.32%	14.94%	15.36%	15.54%
通程控股	37.28	17.49%	16.19%	16.47%	16.71%
中兴商业	35.24	12.32%	14.34%	11.98%	12.88%
开元投资	33.78	8.29%	10.70%	9.64%	9.54%
新世界	32.23	15.24%	15.50%	14.46%	15.06%
西安民生	28.50	15.86%	17.56%	17.24%	16.88%
南宁百货	23.00	13.15%	13.88%	11.75%	12.93%
杭州解百	22.10	13.16%	13.14%	12.53%	12.94%
徐家汇	21.88	11.28%	11.25%	11.45%	11.33%
益民集团	21.87	21.70%	20.47%	18.54%	20.24%
东百集团	21.35	10.92%	10.80%	11.74%	11.16%
北京城乡	20.52	18.22%	17.58%	15.36%	17.05%
成商集团	20.40	11.35%	11.51%	10.97%	11.28%
南京新百	18.38	16.25%	14.25%	13.40%	14.63%
商业城	15.98	19.76%	11.67%	11.93%	14.45%
百大集团	12.98	13.63%	13.52%	12.56%	13.24%
兰州民百	11.88	13.22%	12.38%	11.58%	12.39%
汉商集团	8.65	26.82%	24.05%	23.90%	24.92%
平均水平		14.24%	13.82%	13.32%	13.79%

资料来源：长江证券研究部整理

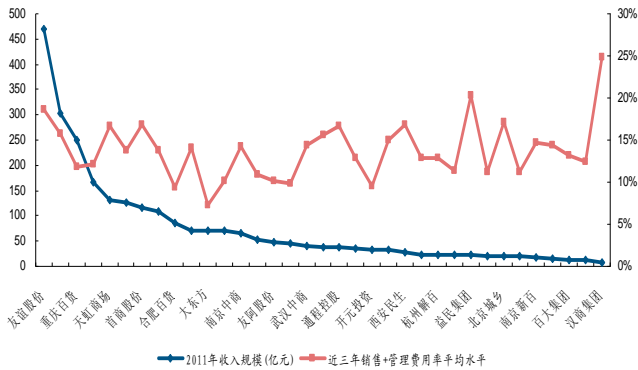
表 12：超市行业上市公司的收入规模与对应的费用率对比情况

股票简称	2011 年收入规模 (亿元)	2009	2010	2011	近三年平均 水平
永辉超市	177.32	13.20%	14.94%	15.22%	14.45%
中百集团	138.64	14.65%	15.54%	16.03%	15.40%
人人乐	120.92	17.12%	17.62%	17.90%	17.55%

华联综超	114.50	17.19%	17.31%	18.72%	17.74%
步步高	84.39	15.56%	16.67%	16.02%	16.08%
新华都	56.87	15.93%	17.15%	16.46%	16.51%
三江购物	51.17	12.91%	13.49%	15.04%	13.81%
平均水平		15.22%	16.10%	16.48%	15.94%

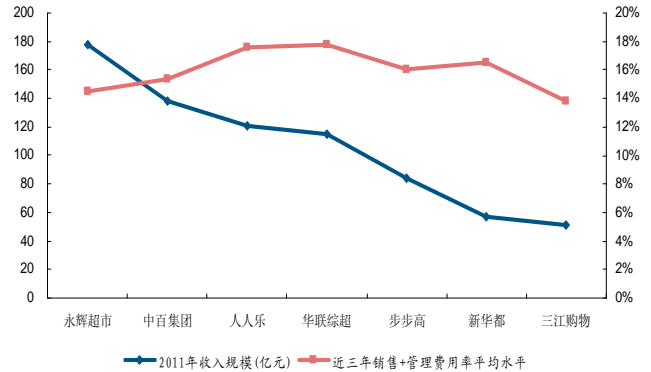
资料来源：长江证券研究部整理

图 15: 百货行业上市公司的费用控制情况与收入规模相关度不高



资料来源：长江证券研究部整理

图 16: 超市行业上市公司的费用控制情况与收入规模相关度不高



资料来源：长江证券研究部整理

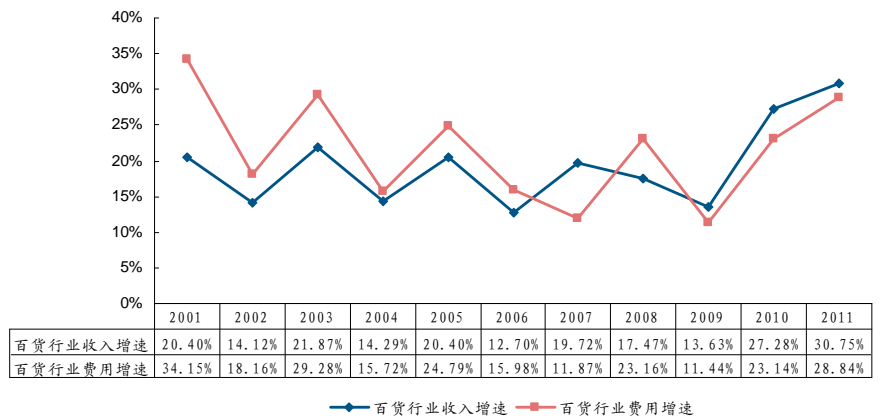
我们认为，百货及超市行业的扩张都主要以新开门店的形式进行，而新开门店均面临着物业、人工、水电等各项费用，且由于百货企业中某些不随规模改变的固定费用占比不高，因此百货行业的费用规模经济效应并不明显，不同规模的企业面临着同样的费用增长压力。

超市行业费用压力短期内较百货行业更为凸显

从 2000-2011 年的零售行业的费用及收入增速对比情况来看，2000-2006 年，百货行业上市公司的费用增速一直高于收入增速，而 2007-2011 年间，除 2008 年外，其他年份间的费用增速则均回落至收入增速以下，从而使得百货行业的费用率水平自 2008 年开始有所下降。

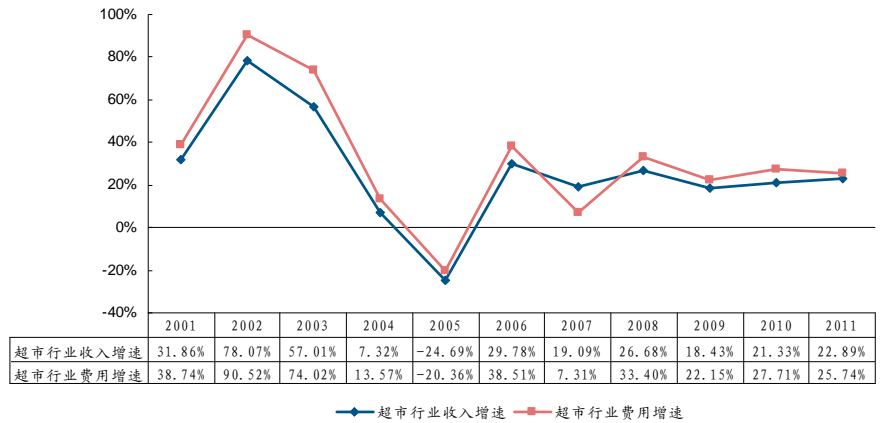
而相比百货行业上市公司，除 2008 年外，超市行业上市公司的费用增速在 2000-2011 年间持续高于收入增速，行业费用率水平也因此节节攀升。

图 17: 百货行业的费用增速在近年来低于收入增速



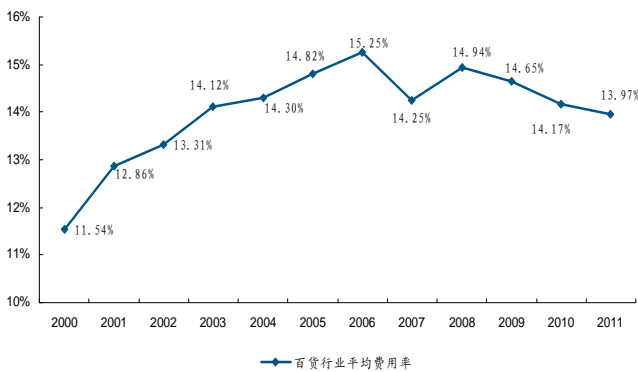
资料来源：长江证券研究部整理

图 18：超市行业的费用增速持续高于收入增速



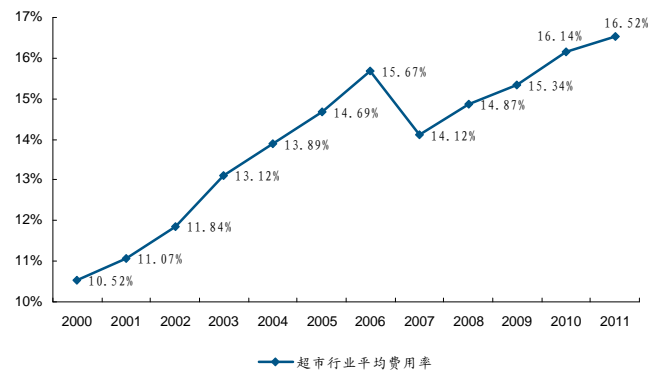
资料来源：长江证券研究部整理

图 19：2000-2011 年百货上市公司费用率变化情况



资料来源：Wind, 长江证券研究部

图 20：2007-2011 年超市上市公司费用率变化情况



资料来源：Wind, 长江证券研究部

我们认为，从 2000-2011 年百货及超市行业上市公司的费用率变动趋势来看，2008 年为两个子行业内费用率走势差异的分水岭：自 2008 年以来，超市行业上市公司的费用增速居高不下，费用率水平也节节攀升；而自 2008 年后，百货行业上市公司的费用增速开始持续低于收入增速，费用控制效果优于超市行业，因此百货行业上市公司的费用率水平开始持续改善；相比之下，超市行业的费用压力较百货行业更为突出。

整体费用较快增长：人工及租金等刚性费用增速较快为主因

为分析百货及超市行业的费用结构，我们取 16 家百货上市公司及 6 家超市公司作为我们的参考样本，16 家百货上市公司分别为：广州友谊、银座股份、天虹商场、杭州解百、广百股份、王府井、新华百货、鄂武商、合肥百货、武汉中商、友阿股份、重庆百货、友好集团、中兴商业、南京中商及文峰股份；而 6 家超市上市公司样本则分别为：华联综超、永辉超市、中百集团、步步高，新华都及人人乐。

从零售公司的费用结构来看，人工、租赁、水电及折旧摊销费用是零售行业费用的主要组成部分，在百货及超市行业的占比均在 75%左右。

其中百货行业中人工费用占比约为 38%，租赁费用占比约为 15%，水电费用占比约为 10%，折旧摊销费用占比约为 14%；

超市行业的费用结构与百货行业类似,人工费用占比约为 33%,租赁费用占比约为 20%,水电费用占比约为 11%，折旧摊销费用占比约为 12%。对百货及超市行业而言，人工及租赁均是最重要的费用组成部分，占比超过 50%。

图 21：百货上市公司费用结构情况

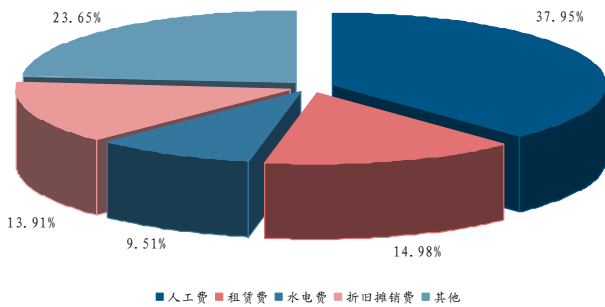
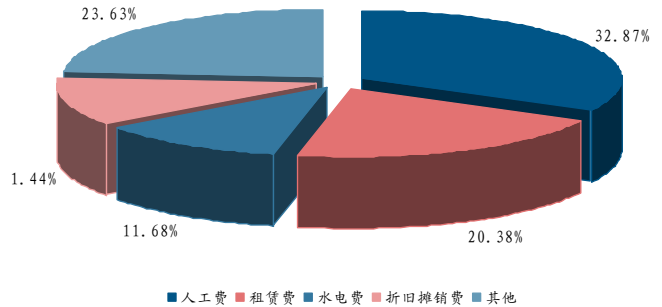


图 22：超市上市公司费用结构情况



资料来源：长江证券研究部整理

资料来源：长江证券研究部整理

图 23：2009-2011 年百货行业主要费用占比情况

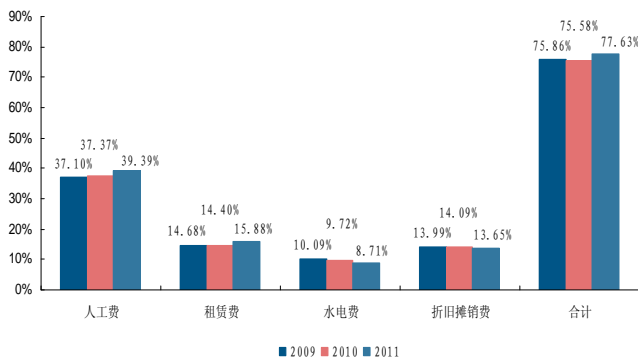
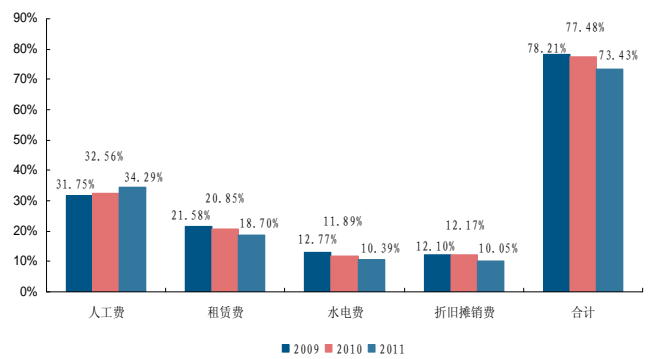


图 24：2009-2011 年超市行业主要费用占比情况



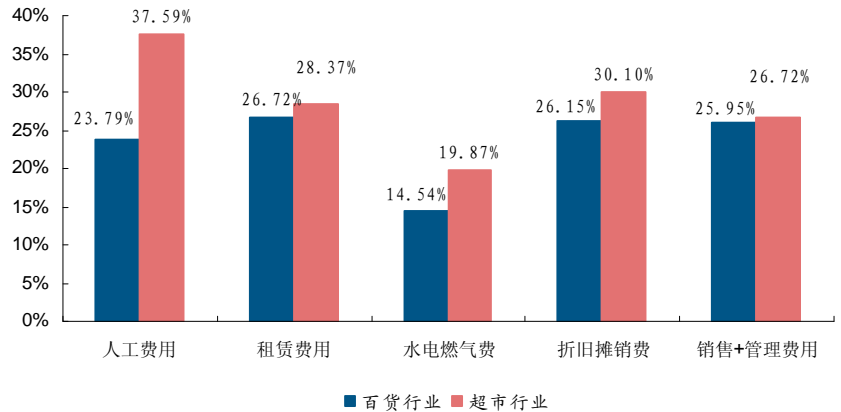
资料来源：长江证券研究部整理

资料来源：长江证券研究部整理

从各项主要费用类别的增长情况来看，2009-2011 年：

- 1) 人工费用：百货行业的平均复合增速约为 23.79%，而超市行业的平均复合增速则约为 37.59%；
- 2) 租赁费用：百货行业的平均复合增速约为 26.72%，而超市行业的平均复合增速则为 28.37%；
- 3) 水电燃气费用：百货行业的平均复合增速约为 14.54%，而超市行业的平均复合增速则为 19.87%；
- 4) 折旧摊销费用：百货行业的平均复合增速约为 26.15%，而超市行业的平均复合增速则为 30.10%；

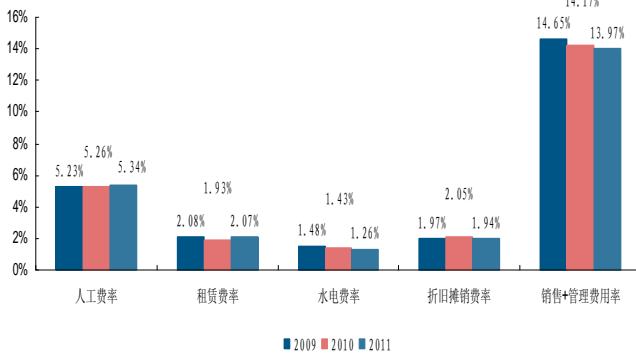
图 25：2009-2011 年百货及超市行业各主要费用类别的复合增速对比情况



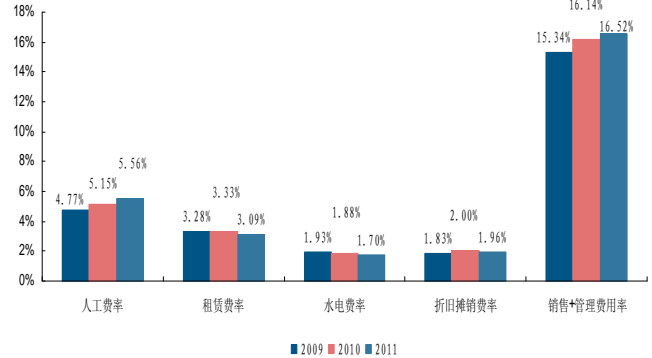
资料来源：长江证券研究部整理

图 26: 百货行业上市公司的各项费用/营业收入对比情况

图 27: 百货行业上市公司的各项费用/营业收入对比情况



资料来源：长江证券研究部整理



资料来源：长江证券研究部整理

各主要费用类别中，仅水电费用增速水平较低，除此之外，人工、租赁及折旧摊销费用近两年的复合增速均超过 25%，且人工及租赁费用占比合计超过 50%，人工及租赁费用的较快增长拉高零售行业费用的整体增速。

我们认为，近年来在面临招工难、最低工资限制等的压力之下，员工费用增长压力预计难以缓和；同时，尽管百货及超市行业的在租物业在租赁期内有租金增幅锁定保护，但随着商业竞争日益加剧，物业资源逐渐稀缺，签约新的商业物业及老物业到期重新续租均会使得公司面临较大的租金压力；人工及租赁费用的较快增长成为了百货及超市等零售企业费用压力逐渐加大的重要原因。

预计未来 2-3 年百货及超市行业费用增速将分别维持 20-25% 及 25-30%

由于零售行业费用的规模经济效益并不明显，不同规模的企业面临着同样的费用增长压力。随着人工及租金等费用的持续上涨，零售企业的费用增长压力仍将存在。且收入增长乏力的阶段，费用压力或凸显的尤为显著。

根据目前百货及超市行业的费用结构，同时参考 2009-2011 年各类费用的增速情况，我们对未来的百货及超市行业的费用增长情况模拟如下：

表 13: 百货行业费用增速的模拟情况

费用类别	权重	2009-2011	增速假设	增速假设	增速假设	增速假设	增速假设
		CAGR	1	2	3	4	5
人工费	37.95%	23.79%	20%	25%	30%	35%	40%
租赁费	14.98%	26.72%	20%	22%	24%	25%	26%
水电燃气费	9.51%	14.54%	15%	15%	15%	15%	15%
折旧摊销费	13.91%	26.15%	25%	26%	27%	28%	29%
其他	23.65%	33.42%	25%	27%	29%	30%	30%
合计	100.00%	25.95%	21.40%	24.21%	27.02%	29.44%	31.63%

资料来源：长江证券研究部整理

表 14：超市行业费用增速的模拟情况

超市行业	权重	2009-2011	增速假设	增速假设	增速假设	增速假设	增速假设
		CAGR	1	2	3	4	5
人工费	32.87%	37.59%	25%	30%	35%	40%	45%
租赁费	20.38%	28.37%	25%	27%	29%	31%	33%
水电燃气费	11.68%	19.87%	19%	19%	19%	19%	19%
折旧摊销费	11.44%	30.10%	30%	31%	32%	33%	34%
其他	23.63%	11.93%	10%	11%	12%	13%	14%
合计	100.00%	26.72%	21.33%	23.73%	26.13%	28.53%	30.93%

资料来源：长江证券研究部整理

我们判断未来人工及租赁费用增速不会低于目前水平，参考 2009-2011 年的增速水平：

- 1) 假设百货行业未来的人工费用平均复合增速为 20-30%，租赁费用增速维持 20-25%左右；
- 2) 假设超市行业未来的人工费用平均复合增速为 35-45%；租赁费用增速约为 30%左右。
- 3) 在相对乐观的情况下，我们假设水电及折旧摊销等费用在未来仍保持与目前持平的增速，

基于以上假设条件，我们判断未来 2-3 年，百货及超市行业的费用（不含财务费用，仅销售及管理费用）增速区间分别约为 20-25%及 25-30%。

我们认为，未来百货及超市行业在人工及租金等刚性费用较快增长的压力下，费用增速难以下降，费用对于行业利润增长的压力未来或将持续存在。但如果收入能维持快于费用增长的趋势，则费用对于营业利润增长的压力或将随着高速的收入增长而弱化。

营业利润

收入及费用增速赛跑，营业利润随之加速增长或下降

2004-2007 年，百货行业的收入增速并不高，期间百货上市公司的收入增速分别为 14.29%，20.40%，12.70%及 19.72%；但期间百货行业的整体毛利水平由 16.46%上升至 20.15%，毛利率的大幅改善使得百货行业的营业利润率在此期间内不断提升，由 2.63%提升至 4.10%；除此之外，由于 2004-2007 年百货行业营业利润率基数较低，毛利率改善带来营业利润率的改善放大了收入增长带来的营业利润增长。

2008-2009 年，百货行业的收入增速有所放缓，毛利率在高位略有回落，同时由于收入

增速的放缓使得期间费用率水平也同比 2007 年出现较大幅度提升，使得营业利润率水平出现回落，从而使得 2008-2009 年间的营业利润增速大幅放缓。

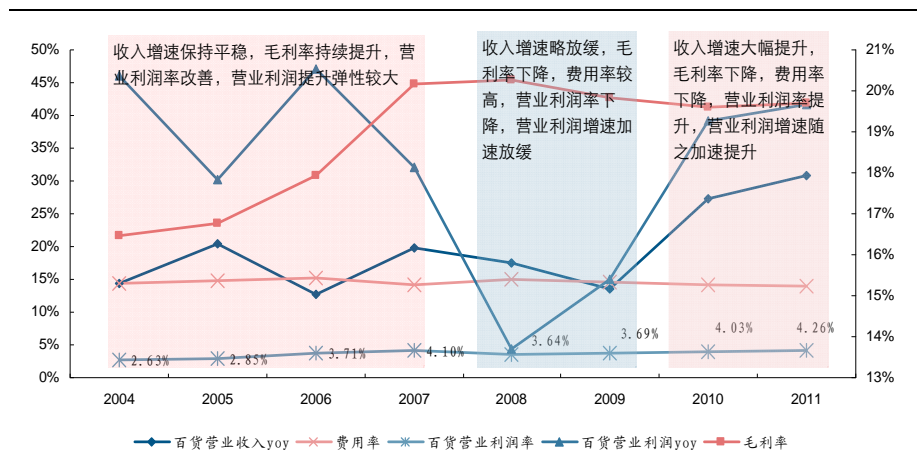
2010-2011 年，百货行业的收入增速大幅提升，但毛利率水平与以往较高水平相比继续下滑，但由于收入增速较快使得费用率水平较大幅回落，营业利润率水平开始同比出现改善；尽管百货行业营业利润率水平目前的基数较高，营业利润率改善的弹性略有下降，但 2010-2011 年的营业利润增速仍在收入及营业利润率改善双重作用下快速提升。

表 15: 2004-2011 年百货行业营业利润率改变对营业利润的影响

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
百货营业收入 yoy	14.29%	20.40%	12.70%	19.72%	17.47%	13.63%	27.28%	30.75%
毛利率	16.46%	16.78%	17.92%	20.15%	20.26%	19.83%	19.62%	19.70%
费用率	14.30%	14.82%	15.25%	14.25%	14.94%	14.65%	14.17%	13.97%
百货营业利润率	2.63%	2.85%	3.71%	4.10%	3.64%	3.69%	4.03%	4.26%
百货营业利润 yoy	46.07%	30.25%	47.11%	32.12%	4.42%	15.02%	39.07%	41.75%
营业利润率乘数因子	1.28	1.08	1.31	1.10	0.89	1.01	1.09	1.06

资料来源：长江证券研究部整理

图 28: 2004-2011 年百货行业营业利润率的波动对营业利润增速的影响弹性



资料来源：Wind, 长江证券研究部

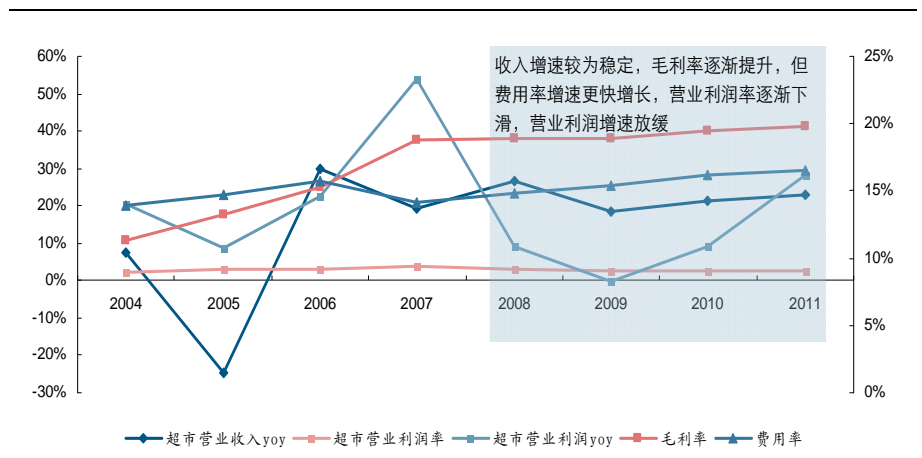
对超市行业，剔除新增上市公司的影响。2008-2011 年，行业收入增速处于相对稳定的阶段，期间超市行业毛利率逐步提升，但费用率同样也逐步提升，且增长速度相比毛利率改善幅度更为明显，从而使得 2008-2010 年超市行业的营业利润率逐渐回落，导致期间超市行业整体的营业利润增长乏力，但 2011 年超市行业的营业利润率有所改善，且得益于较低的营业利润率基数，2011 年超市行业的营业利润也随之较快提升。

表 16: 2004-2011 年超市行业营业利润率改变对营业利润的影响

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
超市营业收入 yoy	7.32%	-24.69%	29.78%	19.09%	26.68%	18.43%	21.33%	22.89%
毛利率	11.34%	13.22%	15.25%	18.73%	18.91%	18.85%	19.42%	19.83%
费用率	13.89%	14.69%	15.67%	14.12%	14.87%	15.34%	16.14%	16.52%
超市营业利润率	2.08%	3.01%	2.84%	3.68%	3.17%	2.67%	2.40%	2.50%
超市营业利润 yoy	20.31%	8.81%	22.51%	54.03%	9.11%	-0.30%	9.08%	28.27%
营业利润率乘数因子	1.12	1.44	0.94	1.29	0.86	0.84	0.90	1.04

资料来源：长江证券研究部整理

图 29：2004-2011 年超市行业营业利润率的波动对营业利润增速的影响弹性



资料来源：Wind, 长江证券研究部

我们认为：从近年来百货及超市行业的营业利润率波动情况来看，百货及超市行业均面临着毛利率及费用率变化的赛跑博弈。

对百货行业而言，毛利率在现有的联营扣点盈利模式下持续稳定提升的难度较大，且行业竞争加剧及消费升级趋势下商品结构提档升级或将使得百货行业毛利率面临继续下降的无奈，未来营业利润率的提升有赖于费用率较毛利率更快的下降；

而对超市行业而言，随着经营模式及效率的改善及提升，未来毛利水平仍存改善空间，但由于行业较大的费用压力，营业利润率的提升也有赖于费用率的控制。

根据前文的分析，在相对乐观的估计下，我们判断未来 2-3 年百货及超市行业的费用增速区间分别约为 20-25% 及 25-30%。因此，我们做出如下判断：

对百货行业而言，基于现有的联营模式，行业毛利率将在激烈竞争及商品结构提档升级趋势下而难以提升的假设前提下，我们对未来 2-3 年的营业利润增速的模拟情况如下：

- 1) 行业收入增速以超过 25% 的速度增长，则费用率有望在收入的高速增长下得到较大的缓和，费用率的下降幅度超过毛利率，行业 营业利润增速也将在收入增速及营业利润率的双重拉动下以超过 30% 的速度较快增长；
- 2) 行业收入增速位于 20-25% 的区间，与费用增速相当，费用率将趋于稳定；但由于毛利率提升乏力，营业利润率将略有下滑，从而使得 营业利润增速将略低于收入增速，预计将维持在 20% 左右的区间；
- 3) 行业收入增速低于 20%，费用增速将超过收入增速，费用率将同比提升，如果毛利水平无明显改善，则 营业利润率将在毛利率及费用率双重压力之下急剧恶化，从而进一步拉低营业利润的增速，使得营业利润增速也将大幅低于收入增速，预计增速将直接回落至 20% 以下。

同理，基于超市行业经营模式及效率的改善及提升，毛利率也随之得到改善的假设前提下，我们对超市行业未来 2-3 年的营业利润增速模拟情况如下：

- 1) **行业收入增速以超过 25% 的速度增长**，则费用率将得趋于平稳甚至下降，若毛利率能保持提升的趋势，行业营业利润率将得到改善，从而使得在**营业利润增速在收入增速及营业利润率改善的双重拉动下以高于 25% 的收入增长**；
- 2) 行业收入增速若低于 25%，则费用率或将同比提升，但若毛利率能继续保持提升趋势，则营业利润率将面临着毛利率与费用率之间的增速博弈，考虑到行业现有毛利率提升的幅度及进度，我们认为**若增速仍能保持 20-25%，则费用率提升幅度有限，营业利润率仍有望随毛利率提升而改善，但如果行业收入增速低于 20%，则营业利润率走低的概率较大，行业营业利润增速也将随之进一步恶化**；

我们认为，在费用的压力作用下，未来百货及超市行业的营业利润增速或将随着收入大幅增长而更快增长，随收入增速的下将而加速下降。

表 17：百货及超市行业未来营业利润增速的情景模拟

行业	毛利率假定	收入增速假定	费用率变动预测	营业利润增速预测
百货	毛利率将在激烈竞争及商品结构提档升级趋势下而难以提升	大于 25%	费用率有望在收入的高速增长下得到较大缓和	费用率的下降幅度超过毛利率，营业利润增速在收入增速及营业利润率的双重拉动下以超过 25% 的速度较快增长
		20-25%	费用增速与收入增速持平，费用率将趋于稳定	在毛利率提升乏力的前提下，营业利润增速将略低于收入增速，预计将维持在 20% 左右的区间
		低于 20%	费用增速将超过收入增速，费用率将同比提升	营业利润率将在毛利率及费用率双重压力之下急剧恶化，进一步拉低营业利润的增速，使得营业利润增速也将大幅低于收入增速，预计增速将直接回落至 20% 以下
超市	行业经营模式及效率的改善及提升，毛利率也随之得到改善	超过 25%	费用率将得趋于平稳甚至下降	行业营业利润率得到改善，营业利润增速在收入增速及营业利润率改善的双重拉动下以高于 25% 的收入增长 若毛利率保持提升趋势，营业利润率将面临毛利率与费用率之间的增速博弈。
		低于 25%	费用率或将同比提升	1) 如果行业收入增速仍能保持 20-25%，则费用率提升幅度有限，营业利润率仍有望随毛利率提升而改善； 2) 如果行业收入增速低于 20%，则营业利润率走低的概率较大，行业营业利润增速也将随之进一步恶化。

资料来源：长江证券研究部整理

投资建议

对百货行业而言，由于现有的扩张方式及费用构成等原因，费用的规模经济效益并不明显，因此行业内不论公司规模大小，都同样面临着刚性费用增长的压力。且百货行业在现有联营扣点的盈利模式下，尽管毛利率短期内或因商品销售结构的变动而略有波动，但整体扣点率在行业竞争格局加剧及商品结构整体提档升级的大背景下持续提升难度较大，因此营业利润率的改善仍有赖于费用与收入的增速博弈，能保持较快收入增速的公司仍能在未来有效缓和其费用压力，从而使得营业利润率保持稳定甚至改善。**推荐公司：欧亚集团、友阿股份、鄂武商、步步高。**

而对超市行业而言，尽管目前的费用规模经济效益同样不明显，但超市行业的扩张及经营对物流体系的依赖程度均逐渐提高，且物流体系前期投入较大，随着超市经营规模的逐渐扩张物流体系的规模效应将逐渐体现出来。因此，尽管短期内超市行业面临的费用增长压力大于百货行业，但是依托物流体系，超市企业直采、自采等商品结构或将改善，

从而拉动超市行业的毛利率继续改善，营业利润率也将有望得到提升，从而拉动营业利润的较快增长。短期中性，**长期推荐公司：永辉超市，中百集团。**

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话		E-mail
周志德	主管	(8621) 68751807	13681960999	zhouzd1@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202	julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(8621) 68753198	13564638080	chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382	lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130	zhanghui1@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看 好：	相对表现优于市场
中 性：	相对表现与市场持平
看 淡：	相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
推 荐：	相对大盘涨幅大于 10%
谨慎推荐：	相对大盘涨幅在 5%~10%之间
中 性：	相对大盘涨幅在-5%~5%之间
减 持：	相对大盘涨幅小于-5%
无投资评级：	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。



研究部/机构客户部

上海

浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 21 楼
(200122)

电话: 021-68751100

传真: 021-68751151

武汉

武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 9 楼
(430015)

传真: 027-65799501

北京

西城区金融大街 17 号中国人寿中心 606 室
(100032)

传真: 021-68751791

深圳

深圳市福田区福华一路 6 号免税商务大厦 18 楼
(518000)

传真: 0755-82750808

0755-82724740

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司及作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。