

解析百货业盈利模式之毛利率篇

——对联营模式下的扣点分析

零售业 领先大市-A

报告日期

2011-10-24

报告关键点:

- 扣点是联营模式下百货公司的主要盈利来源
- 扣点变化对百货公司盈利水平的影响非常敏感
- 扣点提升推动百货公司业绩快速增长

报告摘要:

- 我国百货公司当前经营模式以联营为主。近几年,我国百货公司联营销售比例不断提高,高达90%左右。联营模式下,百货公司的主要收入来源为扣点。
- 扣点作为主要的盈利来源,主要有三方面的影响因素。(1)商品品类。不同的商品品类的扣点差异非常大。服装类平均扣点最高,金银珠宝扣点差距最大。(2)门店的成熟度。随着门店的经营成熟,扣点会随之提高。(3)商业地产的价值。一般而言,商业地产价值高的百货公司扣点高。
- 我们判断,具有网点布局优势的百货公司的扣点将趋于上升。理由:(1)随着新门店的逐步成熟,扣点随之提高;(2)上游行业较高的盈利水平为百货公司的扣点留有较大的提升空间;(3)随着网点布局的逐步完善,百货公司对渠道价值的掌控力越来越强,扣点随之提高。
- 百货公司的盈利水平对扣点变化具有非常大的敏感性。如果百货公司平均扣点提升1%,即毛利率提升1%,则净利率4%的公司盈利将增长19%,提升幅度巨大。
- 百货公司业绩的爆发,我们更寄希望于扣点的提升。因此,零售行业大的投资机会也在于扣点的提升。百货公司内生增长有限,外延扩张难度较大,因此收入增长一般在20%。只有依靠扣点的提升,即毛利率的提升,才能带来业绩的突破式增长。
- 风险提示:1、行业竞争加剧;2、经济下行导致消费放缓。

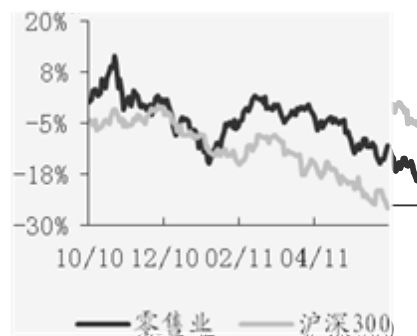
首选股票

目标价

评级

600859	王府井	50.0	买入-A
002251	步步高	30.0	买入-A
600858	银座股份	30.0	增持-A

12个月行业表现



张静

021-68763865
执业证书编号

高级行业分析师

Zhangjing5@essence.com.cn
S1450511100001

目 录

1. 百货业经营模式	3
1.1. 经营模式分类	3
1.2. 经营模式历史演变	3
1.3. 当前经营模式——联营为主	3
2. 联营模式下的百货业盈利模式：扣点+其他收费	4
2.1. 扣点按销售额的一定比例收取	4
2.2. 保底销售、其他收费等变相提高扣点	4
3. 扣点影响因素分析	4
3.1. 商品品类	4
3.1.1. 服装类：平均扣点最高	4
3.1.2. 金银珠宝：扣点差距最大	5
3.1.3. 化妆品：平均扣点较低，且部分自营	5
3.1.4. 鞋类：扣点随鞋业整合一同提高	6
3.1.5. 食品生鲜、家电类：平均扣点低	6
3.2. 门店的成熟度	7
3.3. 商业地产价值	8
3.4. 其他	8
4. 扣点的未来变动趋势	8
5. 扣点对盈利的影响分析	9
6. 对零售行业投资机会的思考	9

我国百货业以联营模式为主，联营模式决定了其盈利主要来自销售的扣点。本文将深度分析扣点的影响因素及其未来变化趋势，据以判断百货业的业绩增长和零售股的投资机会。

1. 百货业经营模式

1.1. 经营模式分类

百货业的经营模式主要有联营和自营。在联营模式下，百货公司主要收取扣点；在经销模式下，百货公司主要赚取商品进销差价。主要区别见下表。

表 1 联营&自营

	联营	自营
收入来源	扣点为主	商品进销差价为主
商品归属	供应商	百货公司
商品结算	售后结算，并有账期	先款后货，部分赊购
工作重点	品牌招商	商品采购

数据来源：安信证券研究中心

1.2. 经营模式历史演变

随着社会经济的发展，我国百货业的经营模式经历了多次变迁。在计划经济时期，商品短缺非常严重，且必须凭票购买，百货公司不用考虑消费者的需求，采取买断式自营方式。随着市场经济的发展，消费需求趋于多样性、个性化，并在国外强势品牌进入国内的背景下，联营模式成为百货公司的主流经营模式。而当前百货公司面临激烈的市场竞争，特色经营成为关键，因此多家公司呼吁提高自营比例。当然新模式下的自营有别于旧模式下的自营，这将是买手制的自营模式。

图 1 我国百货业经营模式的历史演变



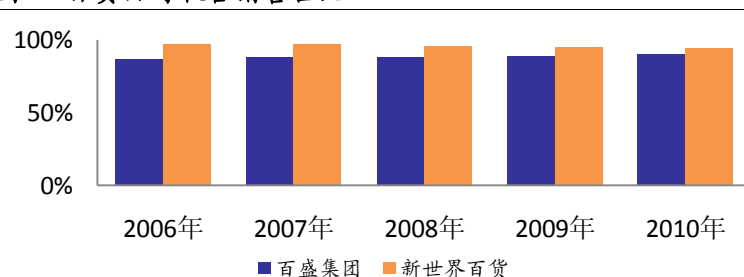
数据来源：安信证券研究中心

实际上，百货公司一般采取多种经营模式，在不同的经济发展和公司制度背景下，经营模式的侧重点不同。

1.3. 当前经营模式——联营为主

当前我国百货公司基本都是采取联营模式为主，而且近年来联营销售占比持续提高——占比高达 90% 以上。其中服饰、化妆品、鞋类、珠宝基本全是采取联营方式，而食品、3C 产品、名表、国际一线化妆品、部分特色商品采取自营方式。

图 2 百货公司联营销售占比



数据来源：公司定期报告、安信证券研究中心

但也有个别百货公司坚持买手制，如定位“小众精品时尚”百货的连卡佛、NOVO 百货，其买手采购的个性商品并没有很好的迎合消费者需求，销售业绩不理想。因此，目前市场下，一些百货公司寻求提高自营比例，也只是限定范围内的特定商品而已。

2. 联营模式下的百货业盈利模式：扣点+其他收费

2.1. 扣点按销售额的一定比例收取

联营模式下，百货公司主要的收入来源为商品销售收入中收取的扣点，扣点一般按销售额的一定比例收取。扣点在双方签订的联营合同中会有具体规定，主要是固定比例，也有浮动比例，并规定商品促销时，加扣的比例等等。

2.2. 保底销售、其他收费等变相提高扣点

为了保证整体盈利，百货公司在引入新品牌或弱势品牌时，一般会和供应商签订保底销售额，如果供应商没有完成保底销售，那么扣点按保底销售额的一定比例计提。个别公司为了提高扣点，可能提高供应商的保底销售额，使得其实际扣点提高。

另外其他收费，如进场费、促销费等都是变相提高实际扣点率，这部分收费估计可提高 1%-2% 的扣点，有些甚至更高。

3. 扣点影响因素分析

3.1. 商品品类

由于商品属性和上下游的竞争格局不同，不同的商品品类的扣点差异非常大。

表 2 百货公司各商品品类扣点情况如下

	扣点情况
女装	20%-30%左右
男装	20%-25%左右
童装	15%-20%左右
运动休闲	10%-20%左右
金银珠宝	1%-30%左右
化妆品	8%-20%左右
鞋类	18%-25%左右
食品类	10%左右
家电类	10%左右

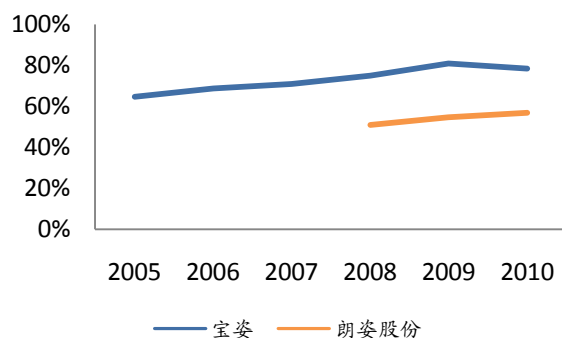
数据来源：安信证券研究中心

3.1.1. 服装类：平均扣点最高

服装是百货公司销售占比最大的商品品类，也是平均扣点最高的品类，尤其是女装。国内服装市场高度分散，前十大服装品牌市场占有率不到 5%。在细分市场，高档服装市场的市场集中度略高些。一般而言，上游厂商越分散，百货公司收取的扣点越高；而品牌知名度越高，百货公司收取的扣点则越低。另外，由于女装相对楼层较好，且销售较好、单价较高，扣点最高，其次是男装，童装最低。

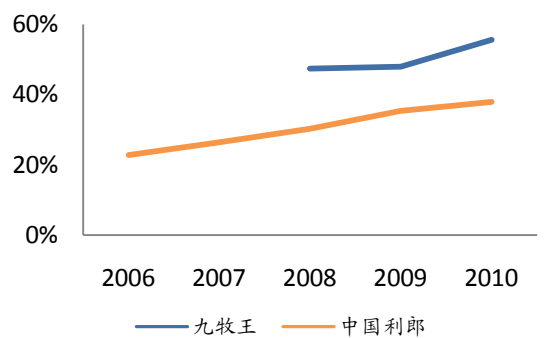
服装中运动休闲比较特殊，其品牌集中度较高，前十大品牌市场份额达 60% 多，其中耐克、阿迪达斯分别达 15.2%、13.6% (2008 年数据)。因而百货公司对运动休闲的扣点在服装类中相对较低，一般只有 10%-20%。

图 3 中高档女装毛利率



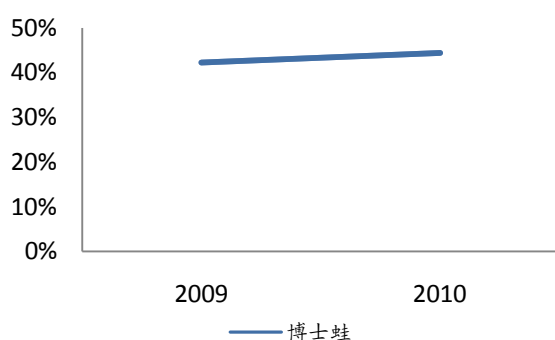
数据来源：公司定期报告、安信证券研究中心

图 4 中高档男装毛利率



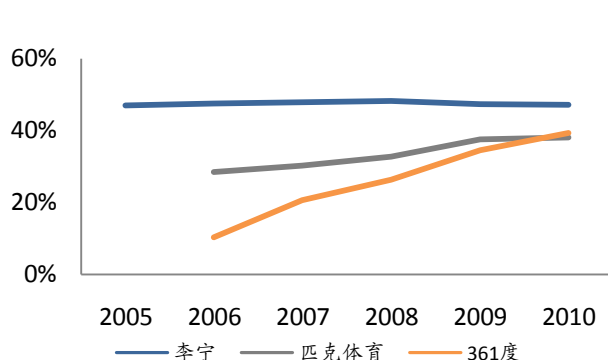
数据来源：公司定期报告、安信证券研究中心

图 5 中高档童装毛利率



数据来源：公司定期报告、安信证券研究中心

图 6 运动休闲服饰毛利率

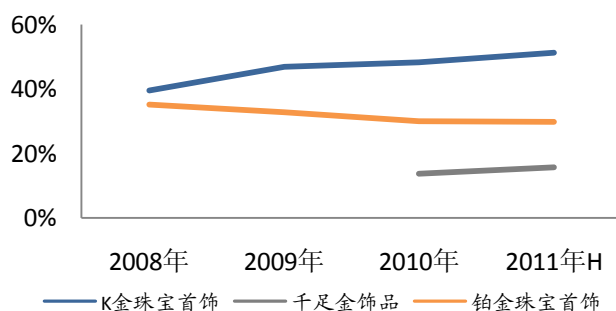


数据来源：公司定期报告、安信证券研究中心

3.1.2. 金银珠宝：扣点差距最大

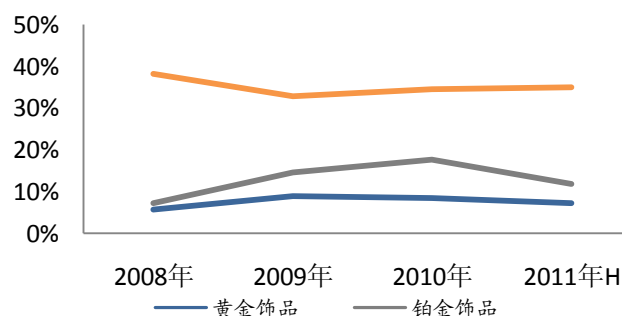
金银珠宝的扣点在 1%-30% 左右，差距非常大。其中，金条的销售，百货公司一般按重量收取扣点，如 1 克收 2-4 元，即按销售额收取的扣点不到 1%。因为金条具有金融属性，百货公司无法加价销售。千足金饰品的销售情况类似，收取的扣点略高些，但镶嵌饰品、K 金饰品的扣点可达 20%-30%，主要是由于其丰厚的利润空间。铂金饰品位于以上两者之间。

图 7 珠宝商潮宏基毛利率



数据来源：公司定期报告、安信证券研究中心

图 8 珠宝商明牌珠宝毛利率



数据来源：公司定期报告、安信证券研究中心

3.1.3. 化妆品：平均扣点较低，且部分自营

化妆品的扣点在 8%-20% 左右，差距也较大。百货公司对国际知名一线化妆品收取的扣点一般都很低，而且很多都是自营（先款后货）。由于化妆品的品牌集中度很高（护肤品前十占比高达 50% 多），中高档化妆品尤为显著，因此中高档百货公司的化妆品平均扣点非常低，估计只有 10% 多一点，大众百货的化妆品平均扣点会高一些。

表 3 主要集团公司旗下化妆品品牌

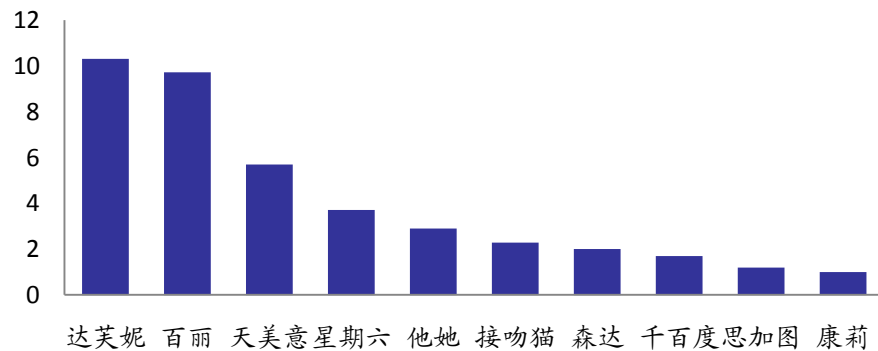
	化妆品品牌
欧莱雅	巴黎欧莱雅、卡尼尔、HR、植树秀、LOREAL、羽西、薇姿、理肤泉、美宝莲、美体小铺、小护士、兰蔻、碧欧泉、赫莲娜、乔治阿玛尼等 17 个品牌
路威酩轩 LVMH	克丽丝汀迪奥、娇兰、纪梵希、高田贤三、Laflachère、贝玲妃、Fresh、帕尔马之水、美卡芬艾
雅诗兰黛	雅诗兰黛、雅男士、倩碧、芭比波朗、魅可、海蓝之谜、配方、雅男士实验室系列、悦木之源等
资生堂	资生堂、欧珀莱、Za、水之印、水之密语、泊美等
宝洁(美国)	玉兰油、SK-II、安娜苏等

数据来源：安信证券研究中心

3.1.4. 鞋类：扣点随鞋业整合一同提高

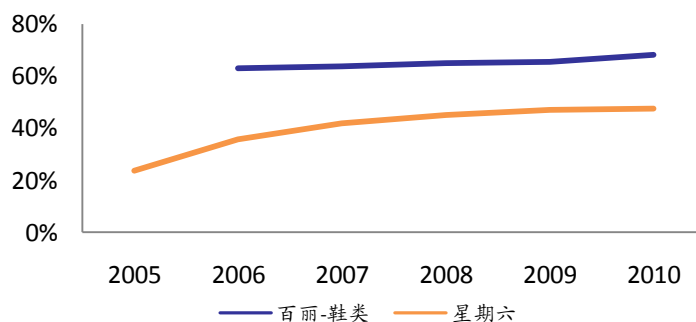
鞋类的扣点在 18%-25% 左右。百货公司的鞋类以女鞋为主，女鞋的集中度相对较高，前十大品牌女鞋的销售量市场份额达 42%，其中百丽公司旗下用有 11 个品牌，市场份额高达 20% 多。

图 9 2008 年各品牌销售量市场份额 (%)



数据来源：星期六招股说明书 安信证券研究中心

图 10 女鞋公司毛利率

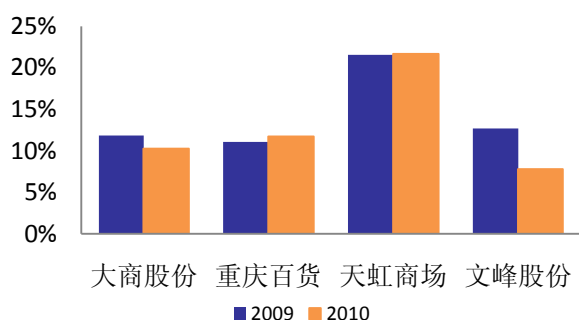


数据来源：公司定期报告、安信证券研究中心

3.1.5. 食品生鲜、家电类：平均扣点低

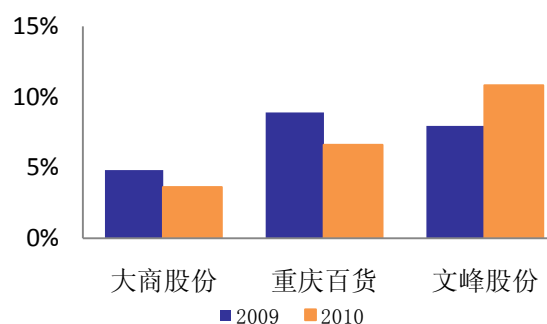
百货公司为了完善商品品类、吸引客流，会开设食品生鲜超市和家电卖场，但这类商品的平均扣点较低，而且多数为自营商品。一些时尚高档百货转向经营扣点高的进口商品经营，或者直接退出食品生鲜和家电的经营。

图 11 百货公司之超市业态毛利率



数据来源：公司定期报告、安信证券研究中心

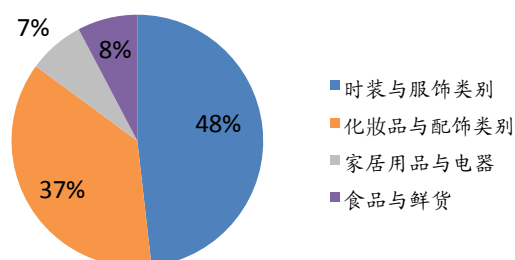
图 12 百货公司之家电业态毛利率



数据来源：公司定期报告、安信证券研究中心

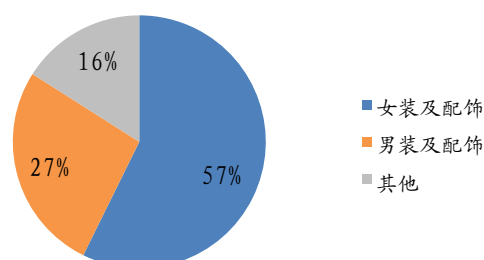
综合分析，不同的商品品类导致百货公司的平均扣点不同，不能简单的将百货公司的毛利率作比较，认为毛利率高的就是好。例如，金鹰的毛利率（20%）高于百盛（19.18%），主要是扣点较高的服装类销售占比较高；而茂业的毛利率（17.5%）低于百盛（19.18%），主要是其他类占比较高（即扣点非常低的汽车销售占比较高）。而新世界虽然服装类销售占比较高，但其毛利率（19.44%）却没有显著高于百盛（19.18%），其原因并不是由于商品品类，而是由于商业地产价值不同（分析见 3.3）。

图 13 百盛集团商品占比



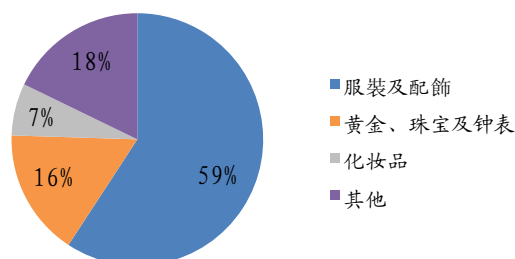
数据来源：公司定期报告、安信证券研究中心

图 14 新世界百货商品占比



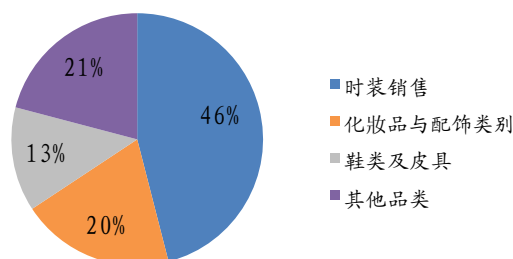
数据来源：公司定期报告、安信证券研究中心

图 15 金鹰百货商品占比



数据来源：公司定期报告、安信证券研究中心

图 16 茂业百货商品占比



数据来源：公司定期报告、安信证券研究中心

3.2. 门店的成熟度

一般而言，新开门店招商较难，扣点较低，随着门店的经营成熟，扣点随之提高；而成熟门店一般扣点较高。例如，银座股份在 2009 年刚进入的德州地区的毛利率只有 11% 多一点，在 2007 年进入的莱芜也都只有 12% 多，都明显低于门店进入较早的地区。

表 4 银座股份旗下地区进去时间较早的门店毛利率较高

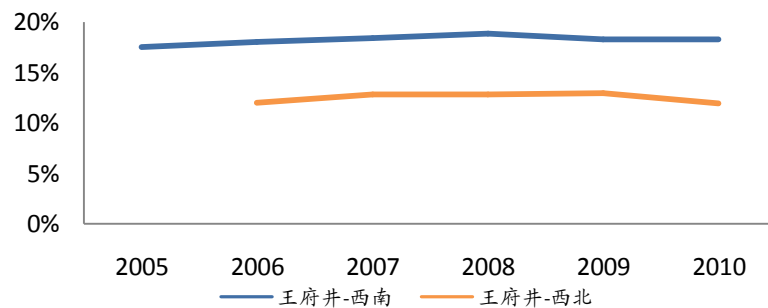
地区	进入时间	2010 年毛利率
济南	1999 年	17%
淄博	2003 年	15%
泰安	2003 年	15%
东营	2004 年	14%
临沂	2005 年	16%
菏泽	2006 年	15%
莱芜	2007 年	13%
德州	2009 年	11%

数据来源：公司定期报告、安信证券研究中心

3.3. 商业地产价值

一般而言，商业地产价值高的百货公司扣点高，反之亦然。具体来说，一线城市的百货平均扣点高于二、三线城市，核心商圈的平均百货扣点高于非核心商圈。

图 17 王府井毛利率



数据来源：公司定期报告、安信证券研究中心

备注：西南地区的成都店 1999 年开业，占该地区收入的 80%左右；西北地区的西宁店 2006 年开业，占该地区的收入 70%左右。因此，西南地区和西北地区的毛利率实际上体现为成都店和西宁店的毛利率。

3.4. 其他

除以上扣点影响因素外，其他因素也会影响扣点，如：

- (1) 楼层、楼面位置等。一般而言，楼层好、楼面位置好，扣点高；反之亦然。
- (2) 打折力度。一般而言，促销打折力度越大，扣点越低。
- (3) 招商谈判能力。扣点是供应商和百货公司采购部面对面谈判的结果，员工的谈判能力起着重要作用。

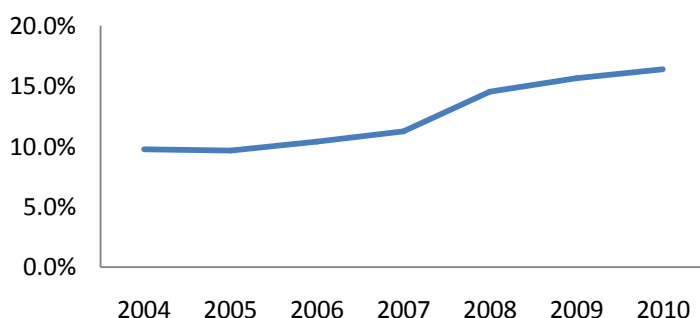
4. 扣点的未来变动趋势

目前百货公司主要通过调整商品品类和商品品牌来提高扣点。(1) 品类调整，即提高消费档次，缩减或退出食品、家电经营，增加扣点较高的服饰销售。(2) 品牌调整，即定期采取末位淘汰，将销售不好、扣点较低的品牌调整出去。

但多数百货公司都在积极的对外扩张，行业竞争激烈。新开门店招商较难，使得前期扣点较低，随着门店经营的成熟，扣点随之提高。总体而言，行业扣点基本保持平稳的态势，业绩增长较快的门店的扣点趋于提升，但新开门店拉低整体扣点。因此，我们认为，具有网点布局优势的百货公司的扣点将趋于提升。理由是：

- (1) 当新店在培育期时，商品销售情况较差，供应商的经营成本高、盈利差，使得扣点较低。随着新门店的逐步成熟，扣点随之提高。
- (2) 上游行业品牌服饰处于较高的盈利水平，且整体毛利率持续提高。这为百货公司的扣点留有较大的提升空间。
- (3) 随着网点布局的逐步完善，百货公司对渠道价值的掌控力越来越强，扣点随之提高。苏宁电器就是很好的例子。

图 18 苏宁-零售业毛利率变化

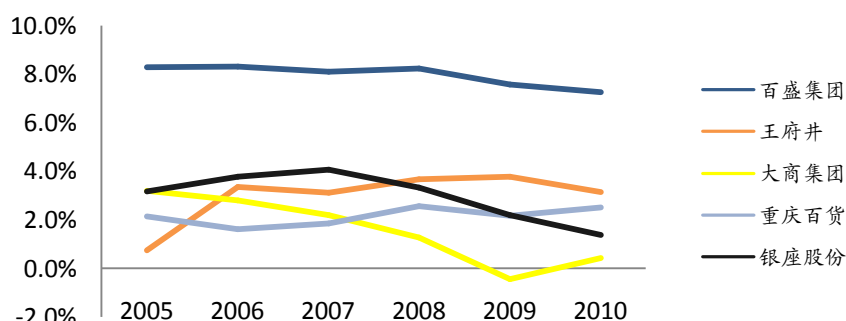


数据来源：公司定期报告、安信证券研究中心

5. 扣点对盈利的影响分析

扣点的提高将直接提升百货公司的盈利，目前百货公司的净利率较低，扣点变动对盈利变化的敏感性非常大。

图 19 百货公司净利率



数据来源：公司定期报告、安信证券研究中心

如下表所示，如果百货公司平均扣点提升1%，即毛利率提升1%，则净利率4%的公司盈利将增长19%，提升幅度巨大。即便净利率已达8%的公司，毛利率提升1%，盈利增长也可达到9%，也是非常大的。

表 5 扣点提升对盈利变化的敏感性分析

扣点提升		扣点提升				
净利率		1%	2%	3%	4%	5%
2%		38%	75%	113%	150%	188%
4%		19%	38%	56%	75%	94%
6%		13%	25%	38%	50%	63%
8%		9%	19%	28%	38%	47%

数据来源：安信证券研究中心

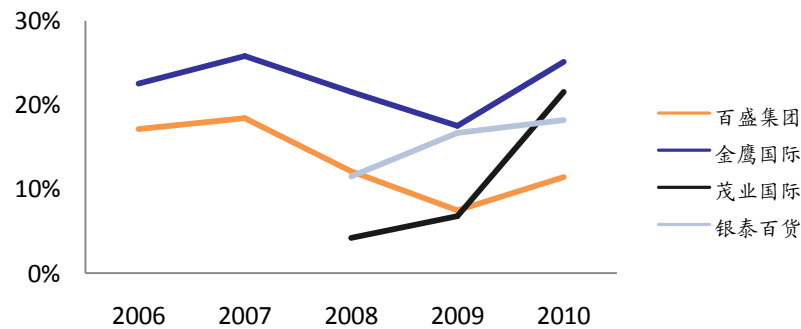
6. 对零售行业投资机会的思考

当前资本市场的主流估值体系仍偏重于 PE 相对估值，因此找寻高增长的公司是

关键。

零售公司的业绩增长来自收入增长和盈利提升，收入增长包括内生增长和外延增长。百货公司的内生增长，即同店销售收入增长约在 10% 多，销售好的时候可达 20% 多，但在经济调整时内生增长只有个位数，甚至是负增长。而百货公司由于门店选址要求较高，因此外延增长较慢，一般一年可新开 2-3 家，较快的也只有 5 家左右。由此，收入的增长一般在 20% 多，使得百货公司的盈利增长仅靠收入增长不可能实现突破式较快增长。只有依靠扣点的提升，即毛利率的提升，才能带来业绩的突破式增长（因为业绩对扣点非常敏感）。

图 20 百货公司同店收入增长



数据来源：公司定期报告、安信证券研究中心

对于已上市的百货公司，我们认为王府井极有可能由于扣点的提升带来盈利的突破式增长。

王府井已在 15 个城市开设 22 家门店，基本完成了一线城市的网点布局，接下来的重点将向二线城市扩张，并在一线城市密集开店。新网点的成熟及全国网点的布局完善，使得公司扣点趋于提升，带来盈利的可持续性较快增长。

分析师简介

张静，高级行业分析师。毕业于复旦大学，会计学硕士。7年证券研究经历，2011年7月加盟安信证券研究中心。

分析师声明

张静声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

梁涛	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
朱贤	上海联系人	黄方祥	上海联系人
021-68765293	zhuxian@essence.com.cn	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
张勤	上海联系人	潘冬亮	北京联系人
021-68763879	zhangqin@essence.com.cn	010-59113590	pandl@essence.com.cn
马正南	北京联系人	李昕	北京联系人
010-59113593	mazn@essence.com.cn	010-59113565	lixin@essence.com.cn
周蓉	北京联系人	胡珍	深圳联系人
010-59113563	zhourong@essence.com.cn	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人		
0755-82558084	ligr@essence.com.cn		

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200123

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034