

证券研究报告—深度报告

金融工程

数量化投资

金融工程专题研究

2012年12月14日

专题报告

相关研究报告:

《金融工程专题研究: 葛兰碧法则选股模型》
——2012-11-19
《金融工程专题研究: 期权系列报告之五——
场外期权的风险及收益分析》 ——
2012-11-05
《金融工程专题研究: 业绩预告事件驱动研
究: 事件日前负 Alpha 组合策略》 ——
2012-09-24
《金融工程专题研究: 期权系列报告之四——
期权套保策略特征分析》 ——2012-09-24
《金融工程专题研究: 基于泡沫破裂理论的
LPPL 模型》 ——2012-09-20

证券分析师: 林晓明

电话: 021-60875168

E-MAIL: linxiaom@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980512020001

证券分析师: 戴军

电话: 0755-82133129

E-MAIL: daijun@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980510120064

联系人: 陈志岗

电话: 0755-82136165

E-MAIL: chenzhang@guosen.com.cn

净利润增长率分解分析——中、美两国市场的对比

● 本文将净利润的增长分解成三个部分, 第一部分来源于营业收入增长的贡献; 第二部分来源于净利润率增长的贡献; 第三部分为两者的交互作用。通过对中、美市场相关样本的对比分析, 我们认为可以得到以下结论:

1、中、美全市场的对比

对于中国 A 股抑或美国 Russell 1000 成份股, 当不考虑增长方向时, 不管是从贡献度或是个股的结构来看, 净利率增长的贡献要强于营业收入的贡献。

当个股正增长时, 从贡献度的角度来看, 大多数的贡献度来源于营业收入的增长, 而从个股的结构来看, 营业收入增长的贡献度与净利率增长的贡献度相当。这说明当公司的净利润正增长时, 往往伴随着营业收入与净利率的同时正增长, 但是相对而言, 营业收入增长的贡献更大。

当个股负增长时, 从贡献度的角度来看, 绝大多数的贡献度来源于净利率的负增长, 而营业收入增长的贡献度为负, 这意味着当个股净利润负增长时, 它的营业收入是正增长的。从个股的结构来看, 绝大多数个股中, 净利率增长的贡献度要大于营业收入增长的贡献度。这说明当公司的净利润负增长时, 往往伴随着营业收入的正增长与净利率的负增长, 这可能意味着尽管公司的净利润在负增长, 但是为了保住市场, 公司宁愿净利率下降也不愿营业收入下降。

2、中、美薄利多销类、厚利少销类公司对比

对于薄利多销类公司, 净利率的贡献度要明显强于营业收入的贡献度; 而对于厚利少销类公司, 净利率的贡献度与营业收入的贡献度相当。这说明薄利多销类公司对于净利率更为敏感, 而厚利少销类公司对于营业收入与净利率均比较敏感。

3、中、美长期稳定增长类股票对比

虽然在 A 股市场, 稳定增长类股票表现出营业收入增长的贡献度在不断上升, 净利率增长的贡献度在不断下降, 且营业收入增长贡献度大于净利率增长贡献度的股票占比也在不断上升等特征, 但是从美国市场近 24 年的历史来看, 稳定增长类股票的营业收入增长贡献度、净利率增长贡献度以及营业收入增长贡献度大于净利率增长贡献度的股票占比均表现出周期性波动的特征, 这或许表明从更长期的时间来看, 稳定增长类股票应该是双引擎增长, 当一个引擎发展至一定程度时, 另一引擎会发挥出更大的作用, 反之亦然。

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

内容目录

净利润增长率的来源.....	4
研究方法	4
样本数据	4
实证检验	5
结论.....	15
国信证券投资评级.....	17
分析师承诺.....	17
风险提示.....	17
证券投资咨询业务的说明	17

图表目录

图 1: A 股稳定增长股票营业收入增长贡献度	13
图 2: A 股稳定增长股票净利率增长贡献度	13
图 3: A 股营业收入增长贡献度大于净利率增长贡献度的股票占比	14
图 4: Russell 1000 稳定增长股票营业收入增长贡献度	14
图 5: Russell 1000 稳定增长股票净利率增长贡献度	15
图 6: Russell 1000 营业收入增长贡献度大于净利率增长贡献度的股票占比	15
表 1: 全体 A 股净利润增长率贡献度 (不考虑增长方向)	5
表 2: Russell 1000 净利润增长率贡献度 (不考虑增长方向)	6
表 3: 全体 A 股净利润增长率贡献度 (正增长)	7
表 4: Russell 1000 净利润增长率贡献度 (正增长)	7
表 5: 全体 A 股净利润增长率贡献度 (负增长)	8
表 6: Russell 1000 净利润增长率贡献度 (负增长)	9
表 7: A 股薄利多销类公司净利润增长率贡献度	9
表 8: A 股厚利少销类公司净利润增长率贡献度	10
表 9: Russell 1000 薄利多销类公司净利润增长率贡献度	10
表 10: Russell 1000 厚利少销类公司净利润增长率贡献度	11
表 11: A 股稳定增长股票净利润增长率贡献度	12
表 12: Russell 1000 稳定增长股票净利润增长率贡献度	12

净利润增长率的来源

净利润增长率一直是投资界重点关注的指标之一，本文主要是通过对净利润增长率的分解，进而分析净利润增长率背后的源泉。同时，我们对中国市场与美国市场的公司进行对比分析，观察两个市场中公司的异同。

研究方法

我们知道，净利润的增长主要来自两个方面，一方面是市场份额的提升（主要体现在营业收入的增长），另一方面则来自净利润率的提升。那么我们通过对净利润增长率的分解来分析公司在成长过程中市场份额的提升与净利润率的提升分别的贡献度。

$$\frac{P_t - P_{t-1}}{|P_{t-1}|} = \frac{(S_t - S_{t-1}) \times PM_{t-1} + (PM_t - PM_{t-1}) \times S_{t-1} + (S_t - S_{t-1}) \times (PM_t - PM_{t-1})}{|P_{t-1}|}$$

$$\frac{(S_t - S_{t-1}) \times PM_{t-1}}{P_t - P_{t-1}} + \frac{(PM_t - PM_{t-1}) \times S_{t-1}}{P_t - P_{t-1}} + \frac{(S_t - S_{t-1}) \times (PM_t - PM_{t-1})}{P_t - P_{t-1}} = 1$$

其中：

P_t 为第 t 期的净利润；

P_{t-1} 为第 $t - 1$ 期的净利润；

S_t 为第 t 期的营业收入；

S_{t-1} 为第 $t - 1$ 期的营业收入；

PM_t 为第 t 期的净利润率；

PM_{t-1} 为第 $t - 1$ 期的净利润率；

通过上式，我们将净利润的增长分为了三个部分，第一部分来源于营业收入增长的贡献；第二部分来源于净利润率增长的贡献；第三部分为两者的交互作用。

样本数据

本文选择了中国、美国股票市场的相关样本空间进行对比分析，分别考虑公司相对短期以及相对长期的成长性来源。

- 1、对于中国市场（美国市场），以全体 A 股剔除 ST（Russell 1000）为样本，分别考虑样本空间 2000 年至 2011 年（1988 年至 2011 年）每年的净利润增长率，并通过分解方式分析净利润增长率的贡献度；
- 2、对于中国市场（美国市场），以全体 A 股剔除 ST（Russell 1000）并且净利润为正的股票为样本，并从中选取薄利多销类公司与厚利少销类公司为研究子样本。分别考虑子样本 2000 年至 2011 年（1988 年至 2011 年）每年的净利润增长率，并通过分解方式分析净利润增长率的贡献度；

薄利多销类与厚利少销类公司的定义：对于全体样本，我们将营业收入按降序打分（营业收入越高，得分越高），将净利润率按升序打分（净利润率越低，得分越高），将两项打分汇总，得分最高的 30% 为薄利多销类公司，而得分最低的 30% 为厚利少销类公司。

- 3、对于中国市场（美国市场），以全体 A 股剔除 ST（Russell 1000）为样本，并从中选取 2005 年至 2011 年（1987 年至 2011 年）净利润稳定增长的股票为研究子样本。通过子样本 2005 年至 2011 年（1987 年至 2011 年）每年的净利润增长率的分解，对净利润增长率的贡献度进行分析。

稳定增长的定义：对每支股票 7（24）年净利润进行回归，当回归系数大于 0 且回归方程修正后的 R² 大于 0.8 时，我们认为该股票在过去 7（24）年是稳定增长的，并入选样本。

实证检验

中、美全市场对比

对比全体 A 股、Russell 1000 股票的净利润增长率（不考虑增长方向）贡献度分析（表 1、表 2），从结果上来看，对于全体 A 股，营业收入增长对净利润增长率的贡献度平均在 32.45%，而净利率增长贡献度平均在 64.32%，两者交互作用对净利润增长的贡献很小；而对于 Russell 1000 股票，营业收入增长对净利润增长率的贡献度平均在 27.90%，而净利率增长贡献度平均在 66.33%，两者交互作用对净利润增长的贡献很小。

同时我们对个股的结构进行分析，对于全体 A 股，我们发现营业收入增长贡献度为正的股票占比平均为 64.92%，净利率增长贡献度为正的股票占比平均为 78.53%，其中营业收入增长贡献度大于净利率增长贡献度的股票占比平均为 36.07%；而对于 Russell 1000 股票，营业收入增长贡献度为正的股票占比平均为 68.04%，净利率增长贡献度为正的股票占比平均为 84.73%，其中营业收入增长贡献度大于净利率增长贡献度的股票占比平均为 34.18%。

对于中国 A 股抑或美国 Russell 1000 成份股，当不考虑增长方向时，不管是从贡献度或是个股的结构来看，净利率增长的贡献要强于营业收入的贡献。

表 1：全体 A 股净利润增长率贡献度（不考虑增长方向）

	净利润增长率（均值）	营业收入增长贡献度（均值）	净利率增长贡献度（均值）	交互作用贡献度（均值）	营业收入增长贡献度为正的股票占比	净利率增长贡献度为正的股票占比	交互作用贡献度为正的股票占比	营业收入增长贡献度大于净利率增长贡献度的股票占比
2000 年	11.12%	44.81%	57.05%	-4.01%	68.38%	73.43%	52.73%	41.09%
2001 年	-16.83%	22.82%	76.73%	0.58%	62.27%	78.70%	50.05%	32.28%
2002 年	-7.20%	31.05%	66.48%	0.04%	58.55%	74.49%	53.89%	33.57%
2003 年	10.86%	31.83%	64.32%	-0.22%	61.82%	76.01%	55.83%	36.40%
2004 年	6.06%	32.23%	61.07%	2.28%	62.40%	75.59%	58.66%	37.29%
2005 年	-14.11%	27.13%	72.66%	-2.12%	60.39%	79.38%	54.52%	32.51%
2006 年	48.97%	22.22%	69.92%	5.61%	65.57%	84.36%	66.81%	29.81%
2007 年	66.17%	31.76%	61.81%	4.86%	70.95%	84.13%	68.12%	36.58%
2008 年	-20.16%	20.39%	76.26%	2.54%	61.14%	82.84%	56.66%	30.35%
2009 年	33.50%	24.83%	75.18%	-2.58%	69.00%	85.10%	50.30%	29.19%
2010 年	41.93%	53.64%	40.03%	3.49%	71.85%	74.05%	64.00%	48.25%
2011 年	7.70%	46.67%	50.38%	1.27%	66.71%	74.26%	58.86%	45.55%
均值	14.00%	32.45%	64.32%	0.98%	64.92%	78.53%	57.54%	36.07%

资料来源：Tinysoft 天软科技、国信证券经济研究所整理。

注：此处增长为广义上的增长，包括正增长与负增长。例如：A 公司 2011 年负增长 10%，假设营业收入增长贡献度为 -10%，净利润率增长贡献度为 110%，那么意味着营业收入的贡献为 $-10\% \times (-10\%)$ ，而净利润率增长的贡献为 $-10\% \times 110\%$ 。

表 2: Russell 1000 净利润增长率贡献度 (不考虑增长方向)

	净利润增长率 (均值)	营业收入增长贡献度 (均值)	净利率增长贡献度 (均值)	交互作用贡献度 (均值)	营业收入增长贡献度为正的股票占比	净利率增长贡献度为正的股票占比	交互作用贡献度为正的股票占比	营业收入增长贡献度大于净利率增长贡献度的股票占比
1988 年	39.32%	36.19%	56.33%	5.60%	74.92%	86.82%	76.53%	40.84%
1989 年	14.33%	38.85%	55.75%	4.29%	67.58%	79.09%	70.91%	45.45%
1990 年	10.20%	27.40%	66.84%	4.51%	63.61%	83.09%	71.92%	37.54%
1991 年	5.92%	32.22%	66.66%	0.09%	71.73%	82.48%	54.21%	33.41%
1992 年	20.26%	22.64%	72.21%	3.38%	63.67%	89.14%	69.52%	30.69%
1993 年	48.94%	23.50%	69.16%	5.03%	67.37%	88.61%	73.36%	31.47%
1994 年	39.92%	30.31%	62.75%	4.92%	70.52%	83.13%	71.94%	34.64%
1995 年	25.85%	40.66%	53.24%	4.47%	73.87%	81.24%	71.69%	45.73%
1996 年	27.07%	37.94%	54.45%	5.05%	72.20%	80.03%	70.66%	43.47%
1997 年	22.03%	39.65%	53.08%	4.81%	71.86%	79.94%	69.31%	42.66%
1998 年	15.82%	37.49%	57.29%	3.42%	69.35%	78.27%	61.44%	37.84%
1999 年	26.76%	23.52%	69.45%	5.09%	65.53%	85.91%	69.36%	32.01%
2000 年	26.67%	32.29%	57.55%	6.15%	66.97%	81.40%	70.35%	37.58%
2001 年	-10.85%	13.64%	82.97%	2.32%	64.92%	89.80%	58.29%	23.72%
2002 年	14.93%	16.62%	81.46%	0.66%	63.14%	89.69%	56.35%	22.14%
2003 年	46.61%	18.57%	73.77%	6.43%	64.66%	90.10%	75.69%	29.07%
2004 年	43.84%	28.85%	62.97%	6.73%	72.06%	86.15%	76.59%	36.52%
2005 年	33.26%	39.23%	53.49%	4.89%	71.41%	80.12%	71.18%	40.59%
2006 年	30.56%	31.17%	61.26%	5.45%	70.67%	81.57%	72.92%	37.75%
2007 年	16.11%	27.27%	65.64%	5.90%	66.12%	82.57%	72.48%	36.62%
2008 年	-17.63%	17.90%	77.02%	4.20%	60.50%	85.42%	64.09%	27.86%
2009 年	3.28%	18.02%	88.28%	-5.95%	69.87%	91.35%	38.14%	19.76%
2010 年	53.02%	13.92%	79.61%	4.62%	63.49%	90.87%	68.98%	22.10%
2011 年	31.82%	21.71%	70.56%	5.86%	66.84%	86.69%	73.90%	30.81%
均值	23.67%	27.90%	66.33%	4.08%	68.04%	84.73%	67.91%	34.18%

资料来源: Bloomberg、国信证券经济研究所整理。

注: 此处增长为广义上的增长, 包括正增长与负增长。例如: A 公司 2011 年负增长 10%, 假设营业收入增长贡献度为 -10%, 净利率增长贡献度为 110%, 那么意味着营业收入的贡献为 $-10\% \times (-10\%)$, 而净利率增长的贡献为 $-10\% \times 110\%$ 。

通过观察营业收入增长贡献度、净利率增长贡献度与净利润增长率的关系, 我们发现, 营业收入增长贡献度与净利润增长率表现出一定的正相关关系, 而净利率增长贡献度与净利润增长率表现出一定的负相关关系, 因此我们进一步分析, 当个股净利润增长率为正 (负) 时, 营业收入增长与净利率增长的贡献。

对比全体 A 股、Russell 1000 股票的净利润增长率 (正增长) 贡献度分析 (表 3、表 4), 从结果上来看, 对于 A 股, 营业收入增长对净利润增长率的贡献度平均在 93.61%, 而净利率增长贡献度平均在 8.94%, 两者交互作用对净利润增长的贡献比较小; 而对于 Russell 1000 股票, 营业收入增长对净利润增长率的贡献度平均在 53.94%, 而净利率增长贡献度平均在 41.04%, 两者交互作用对净利润增长的贡献比较小。

同时我们对个股的结构进行分析, 对于 A 股, 我们发现营业收入增长贡献度为正的股票占比平均为 82.63%, 净利率增长贡献度为正的股票占比平均为 66.02%, 其中营业收入增长贡献度大于净利率增长贡献度的股票占比平均为 55.08%; 而对于 Russell 1000 股票, 营业收入增长贡献度为正的股票占比平均为 81.97%, 净利率增长贡献度为正的股票占比平均为 79.68%, 其中营业收入增长贡献度大于净利率增长贡献度的股票占比平均为 46.03%。

对于中国 A 股抑或美国 Russell 1000 成份股, 当个股正增长时, 从贡献度的角度来看, 大多数的贡献度来源于营业收入的增长, 而从个股的结构来看, 营

业收入增长的贡献度与净利率增长的贡献度相当。

这说明当公司的净利润正增长时,往往伴随着营业收入与净利率的同时正增长,但是相对而言,营业收入增长的贡献更大。

表 3: 全体 A 股净利润增长率贡献度 (正增长)

	净利润增长率 (均值)	营业收入增长贡献度 (均值)	净利率增长贡献度 (均值)	交互作用贡献度 (均值)	营业收入增长贡献度为正的股票占比	净利率增长贡献度为正的股票占比	交互作用贡献度为正的股票占比	营业收入增长贡献度大于净利率增长贡献度的股票占比
2000 年	45.67%	111.44%	0.22%	-15.16%	84.27%	60.43%	46.85%	60.60%
2001 年	44.20%	128.47%	-13.68%	-16.82%	83.37%	56.21%	40.52%	61.59%
2002 年	47.49%	160.05%	-44.36%	-19.63%	84.23%	52.13%	40.45%	60.85%
2003 年	60.90%	97.16%	4.19%	-11.81%	79.81%	62.95%	48.75%	55.01%
2004 年	64.74%	110.39%	-10.94%	-11.32%	84.79%	59.76%	49.13%	60.16%
2005 年	49.06%	101.67%	-1.06%	-8.82%	79.85%	64.26%	50.29%	56.18%
2006 年	105.07%	42.24%	47.27%	3.12%	78.36%	80.79%	66.13%	38.12%
2007 年	107.79%	51.17%	42.38%	2.04%	81.93%	81.23%	67.07%	44.48%
2008 年	64.85%	83.21%	18.00%	-5.90%	84.19%	66.67%	52.71%	55.98%
2009 年	90.20%	34.75%	61.39%	-2.74%	71.65%	82.00%	54.64%	35.28%
2010 年	72.90%	88.97%	11.39%	-1.05%	85.90%	66.84%	60.76%	61.63%
2011 年	45.29%	113.77%	-7.54%	-6.61%	89.99%	59.00%	51.60%	71.12%
均值	66.51%	93.61%	8.94%	-7.89%	82.36%	66.02%	52.41%	55.08%

资料来源: TINYsoft 天软科技、国信证券经济研究所整理。

注: 此处增长为广义上的增长, 包括正增长与负增长。例如: A 公司 2011 年负增长 10%, 假设营业收入增长贡献度为 -10%, 净利率增长贡献度为 110%, 那么意味着营业收入的贡献为 $-10\% \times (-10\%)$, 而净利率增长的贡献为 $-10\% \times 110\%$ 。

表 4: Russell 1000 净利润增长率贡献度 (正增长)

	净利润增长率 (均值)	营业收入增长贡献度 (均值)	净利率增长贡献度 (均值)	交互作用贡献度 (均值)	营业收入增长贡献度为正的股票占比	净利率增长贡献度为正的股票占比	交互作用贡献度为正的股票占比	营业收入增长贡献度大于净利率增长贡献度的股票占比
1988 年	52.55%	49.97%	43.43%	4.36%	84.67%	84.67%	76.25%	47.51%
1989 年	32.60%	86.94%	12.93%	0.41%	90.83%	70.31%	63.32%	64.19%
1990 年	38.37%	73.66%	24.22%	1.53%	86.88%	73.76%	67.42%	57.47%
1991 年	35.99%	69.73%	27.95%	-0.61%	82.35%	73.90%	58.46%	50.00%
1992 年	62.14%	43.51%	50.35%	3.52%	77.43%	85.27%	71.79%	43.26%
1993 年	85.97%	39.51%	52.63%	4.54%	79.85%	85.71%	73.47%	40.31%
1994 年	70.49%	50.01%	43.27%	3.44%	83.05%	79.47%	71.60%	43.68%
1995 年	48.97%	65.08%	31.08%	2.90%	88.62%	76.56%	71.65%	57.14%
1996 年	50.61%	64.27%	30.38%	3.30%	86.13%	75.36%	69.77%	55.90%
1997 年	48.90%	70.47%	26.41%	1.98%	87.95%	74.63%	66.81%	55.39%
1998 年	55.21%	70.19%	28.10%	0.80%	83.15%	70.79%	62.02%	52.58%
1999 年	64.76%	46.05%	46.59%	3.53%	79.27%	82.11%	71.14%	42.68%
2000 年	62.69%	63.22%	29.45%	2.69%	83.85%	75.77%	67.31%	49.62%
2001 年	59.77%	44.84%	45.41%	1.05%	80.16%	81.23%	64.34%	42.36%
2002 年	75.08%	24.42%	71.05%	1.50%	67.69%	88.34%	63.19%	27.20%
2003 年	77.97%	33.89%	57.60%	5.33%	75.61%	87.64%	76.59%	36.26%
2004 年	67.27%	46.64%	46.17%	5.53%	83.08%	83.69%	76.15%	44.00%
2005 年	59.54%	68.61%	26.80%	2.44%	87.82%	75.16%	68.51%	51.42%
2006 年	55.37%	59.54%	34.97%	2.38%	87.83%	77.04%	70.42%	48.23%
2007 年	44.83%	68.53%	28.47%	2.25%	87.39%	75.46%	69.41%	52.94%
2008 年	41.32%	77.42%	18.77%	1.28%	85.65%	71.06%	64.58%	56.02%
2009 年	85.27%	9.90%	92.22%	-4.45%	63.56%	91.56%	48.22%	19.56%
2010 年	93.35%	23.69%	68.54%	4.23%	71.47%	89.79%	70.63%	26.29%

2011 年	61.94%	44.43%	48.15%	3.88%	83.12%	83.12%	72.73%	40.69%
均值	59.62%	53.94%	41.04%	2.41%	81.97%	79.68%	68.16%	46.03%

资料来源：Bloomberg、国信证券经济研究所整理。

注：此处增长为广义上的增长，包括正增长与负增长。例如：A 公司 2011 年负增长 10%，假设营业收入增长贡献度为 -10%，净利润率增长贡献度为 110%，那么意味着营业收入的贡献为 $-10\% \times (-10\%)$ ，而净利润率增长的贡献为 $-10\% \times 110\%$ 。

对比全体 A 股、Russell 1000 股票的净利润增长率（负增长）贡献度分析（表 5、表 6），从结果上来看，对于 A 股，营业收入增长对净利润增长率的贡献度平均在 -32.45%，而净利率增长贡献度平均在 124.26%，两者交互作用对净利润增长的贡献比较小；而对于 Russell 1000 股票，营业收入增长对净利润增长率的贡献度平均在 -26.66%，而净利率增长贡献度平均在 116.39%，两者交互作用对净利润增长的贡献比较小。

同时我们对个股的结构进行分析，对于 A 股，我们发现营业收入增长贡献度为正的股票占比平均为 38.48%，净利率增长贡献度为正的股票占比平均为 95.50%，其中营业收入增长贡献度大于净利率增长贡献度的股票占比平均为 9.05%；而对于 Russell 1000 股票，营业收入增长贡献度为正的股票占比平均为 35.00%，净利率增长贡献度为正的股票占比平均为 97.55%，其中营业收入增长贡献度大于净利率增长贡献度的股票占比平均为 7.55%。

对于中国 A 股抑或美国 Russell 1000 成份股，当个股负增长时，从贡献度的角度来看，绝大多数的贡献度来源于净利率的负增长，而营业收入增长的贡献度为负，这意味着当个股净利润负增长时，它的营业收入是正增长的。从个股的结构来看，绝大多数个股中，净利率增长的贡献度要大于营业收入增长的贡献度。

这说明当公司的净利润负增长时，往往伴随着营业收入的正增长与净利率的负增长，这可能意味着尽管公司的净利润在负增长，但是为了保住市场，公司宁愿净利率下降也不愿营业收入下降。

表 5：全体 A 股净利润增长率贡献度（负增长）

	净利润增长率（均值）	营业收入增长贡献度（均值）	净利率增长贡献度（均值）	交互作用贡献度（均值）	营业收入增长贡献度为正的股票占比	净利率增长贡献度为正的股票占比	交互作用贡献度为正的股票占比	营业收入增长贡献度大于净利率增长贡献度的股票占比
2000 年	-51.94%	-47.95%	131.97%	21.40%	42.23%	94.82%	62.40%	9.54%
2001 年	-61.34%	-24.62%	119.11%	13.89%	47.74%	94.19%	56.61%	12.10%
2002 年	-62.32%	-35.81%	127.87%	17.64%	34.60%	95.33%	66.44%	8.13%
2003 年	-67.39%	-48.48%	138.09%	20.70%	34.12%	96.14%	66.74%	7.73%
2004 年	-78.25%	-50.63%	135.72%	26.16%	31.54%	97.40%	71.80%	5.75%
2005 年	-93.70%	-21.52%	124.14%	7.49%	38.86%	96.10%	59.19%	6.34%
2006 年	-92.27%	-28.25%	124.08%	14.50%	31.64%	93.83%	68.63%	7.77%
2007 年	-72.97%	-35.67%	125.25%	19.14%	33.33%	94.05%	71.73%	9.52%
2008 年	-88.44%	-16.28%	110.55%	10.79%	42.33%	100.00%	59.88%	9.42%
2009 年	-77.10%	6.53%	100.32%	-1.16%	63.62%	91.41%	41.50%	16.82%
2010 年	-52.18%	-46.60%	128.68%	22.47%	30.16%	95.44%	73.61%	8.53%
2011 年	-55.09%	-40.12%	125.30%	18.15%	31.62%	97.26%	69.80%	7.00%
均值	-71.08%	-32.45%	124.26%	15.93%	38.48%	95.50%	64.03%	9.05%

资料来源：Tinysoft 天软科技、国信证券经济研究所整理。

注：此处增长为广义上的增长，包括正增长与负增长。例如：A 公司 2011 年负增长 10%，假设营业收入增长贡献度为 -10%，净利润率增长贡献度为 110%，那么意味着营业收入的贡献为 $-10\% \times (-10\%)$ ，而净利润率增长的贡献为 $-10\% \times 110\%$ 。

表 6: Russell 1000 净利润增长率贡献度 (负增长)

	净利润增长率 (均值)	营业收入增长贡献度 (均值)	净利率增长贡献度 (均值)	交互作用贡献度 (均值)	营业收入增长贡献度为正的股票占比	净利率增长贡献度为正的股票占比	交互作用贡献度为正的股票占比	营业收入增长贡献度大于净利率增长贡献度的股票占比
1988 年	-42.64%	-51.25%	128.90%	16.55%	24.00%	98.00%	78.00%	6.00%
1989 年	-36.62%	-69.74%	145.12%	20.78%	14.00%	100.00%	89.00%	2.00%
1990 年	-49.65%	-35.08%	122.06%	12.47%	23.44%	100.00%	79.69%	3.13%
1991 年	-71.00%	-6.81%	106.19%	2.16%	53.21%	100.00%	46.79%	3.85%
1992 年	-85.79%	-8.04%	106.51%	3.00%	36.25%	100.00%	65.00%	0.00%
1993 年	-73.93%	-15.47%	109.15%	6.78%	28.57%	100.00%	73.02%	3.17%
1994 年	-50.99%	-26.04%	116.69%	11.62%	33.57%	94.41%	73.43%	7.69%
1995 年	-60.05%	-32.37%	116.81%	11.75%	29.53%	95.30%	71.81%	11.41%
1996 年	-54.76%	-34.87%	121.34%	13.96%	31.74%	94.01%	73.65%	7.19%
1997 年	-64.90%	-28.27%	111.91%	17.61%	32.82%	100.00%	75.38%	11.79%
1998 年	-73.05%	-13.81%	105.35%	10.59%	44.80%	100.00%	60.40%	11.60%
1999 年	-60.59%	-21.01%	110.87%	10.81%	37.24%	100.00%	65.69%	10.04%
2000 年	-60.64%	-29.85%	116.13%	16.07%	31.45%	93.55%	77.02%	12.10%
2001 年	-81.22%	-7.22%	104.04%	4.28%	51.22%	100.00%	52.93%	6.59%
2002 年	-104.88%	5.96%	96.79%	-0.46%	55.88%	100.00%	45.42%	14.05%
2003 年	-56.42%	-33.78%	122.43%	11.97%	27.87%	100.00%	72.68%	4.92%
2004 年	-49.19%	-41.68%	129.30%	13.78%	28.92%	95.78%	78.31%	7.23%
2005 年	-42.81%	-45.55%	129.38%	15.24%	23.85%	94.50%	78.90%	9.17%
2006 年	-33.43%	-56.13%	136.88%	19.35%	23.85%	94.56%	79.92%	8.79%
2007 年	-40.91%	-45.79%	128.83%	17.56%	26.18%	95.90%	78.23%	5.99%
2008 年	-84.23%	-17.57%	112.06%	7.94%	38.19%	100.00%	63.66%	2.87%
2009 年	-64.97%	25.07%	85.24%	-7.12%	75.72%	91.15%	28.81%	19.96%
2010 年	-44.12%	-16.97%	111.22%	6.08%	40.56%	93.98%	64.26%	10.04%
2011 年	-44.34%	-33.53%	120.17%	12.95%	27.11%	100.00%	76.76%	6.34%
均值	-59.63%	-26.66%	116.39%	10.65%	35.00%	97.55%	68.70%	7.75%

资料来源: Bloomberg、国信证券经济研究所整理。

注: 此处增长为广义上的增长, 包括正增长与负增长。例如: A 公司 2011 年负增长 10%, 假设营业收入增长贡献度为 -10%, 净利率增长贡献度为 110%, 那么意味着营业收入的贡献为 $-10\% \times (-10\%)$, 而净利率增长的贡献为 $-10\% \times 110\%$ 。

中、美薄利多销类、厚利少销类公司对比

对比中、美薄利多销类、厚利少销类公司的净利润增长率 (负增长) 贡献度分析 (表 7、表 8、表 9、表 10), 从结果上来看, 对于薄利多销类公司, 净利率的贡献度要明显强于营业收入的贡献度; 而对于厚利少销类公司, 净利率的贡献度与营业收入的贡献度相当。

这说明薄利多销类公司对于净利率更为敏感, 而厚利少销类公司对于营业收入与净利率均比较敏感。

表 7: A 股薄利多销类公司净利润增长率贡献度

	净利润增长率 (均值)	营业收入增长贡献度 (均值)	净利率增长贡献度 (均值)	交互作用贡献度 (均值)	营业收入增长贡献度为正的股票占比	净利率增长贡献度为正的股票占比	交互作用贡献度为正的股票占比	营业收入增长贡献度大于净利率增长贡献度的股票占比
2000 年	0.46%	41.14%	57.08%	-0.71%	64.71%	72.06%	56.99%	39.34%
2001 年	-40.03%	21.12%	75.51%	3.78%	58.56%	78.08%	53.08%	30.48%
2002 年	-24.93%	24.94%	70.15%	3.94%	56.08%	76.01%	59.46%	30.07%
2003 年	-8.40%	45.03%	50.80%	-0.30%	65.92%	73.95%	55.95%	41.48%
2004 年	-24.01%	27.10%	67.30%	2.17%	56.52%	75.36%	60.58%	33.62%

2005 年	-63.25%	12.39%	82.04%	3.60%	56.85%	84.26%	61.81%	25.36%
2006 年	20.90%	17.46%	73.12%	7.67%	63.02%	86.39%	71.89%	26.04%
2007 年	43.51%	30.96%	61.28%	5.21%	74.87%	84.87%	70.26%	35.38%
2008 年	-71.42%	0.11%	94.54%	7.26%	50.92%	100.00%	62.61%	16.51%
2009 年	6.41%	19.93%	84.40%	-4.54%	68.40%	87.74%	44.81%	23.82%
2010 年	30.55%	50.15%	40.66%	5.13%	72.66%	75.23%	67.89%	43.67%
2011 年	-17.13%	23.27%	69.86%	5.12%	57.56%	79.54%	65.65%	34.50%
均值	-12.28%	26.13%	68.89%	3.19%	62.17%	81.12%	60.91%	31.69%

资料来源：Tinysoft 天软科技、国信证券经济研究所整理。

表 8：A 股厚利少销类公司净利润增长率贡献度

	净利润增长率（均值）	营业收入增长率贡献度（均值）	净利率增长贡献度（均值）	交互作用贡献度（均值）	营业收入增长贡献度为正的股票占比	净利率增长贡献度为正的股票占比	交互作用贡献度为正的股票占比	营业收入增长贡献度大于净利率增长贡献度的股票占比
2000 年	11.96%	50.45%	53.04%	-5.88%	71.90%	72.21%	50.55%	44.11%
2001 年	-14.16%	31.70%	70.13%	-0.87%	66.08%	76.65%	49.05%	36.42%
2002 年	-9.68%	47.75%	51.35%	-1.87%	63.53%	69.75%	52.24%	39.80%
2003 年	7.95%	42.06%	56.80%	-1.57%	65.93%	72.39%	54.95%	41.07%
2004 年	8.80%	47.63%	49.41%	0.20%	68.49%	72.08%	56.95%	43.80%
2005 年	-3.94%	46.28%	55.35%	-4.14%	67.54%	74.66%	51.94%	39.95%
2006 年	48.16%	36.97%	55.95%	4.19%	75.57%	80.25%	66.58%	38.35%
2007 年	58.87%	41.08%	53.67%	4.28%	75.60%	81.21%	68.68%	43.52%
2008 年	-5.89%	33.02%	64.35%	0.73%	67.45%	78.27%	54.87%	38.45%
2009 年	27.10%	36.98%	62.16%	-2.35%	74.47%	81.33%	53.08%	37.34%
2010 年	30.86%	68.32%	31.01%	0.03%	79.37%	69.92%	59.76%	56.93%
2011 年	13.77%	62.34%	37.10%	-0.80%	73.07%	70.46%	55.82%	53.20%
均值	14.48%	45.38%	53.36%	-0.67%	70.75%	74.93%	56.20%	42.74%

资料来源：Tinysoft 天软科技、国信证券经济研究所整理。

表 9：Russell 1000 薄利多销类公司净利润增长率贡献度

	净利润增长率（均值）	营业收入增长率贡献度（均值）	净利率增长贡献度（均值）	交互作用贡献度（均值）	营业收入增长贡献度为正的股票占比	净利率增长贡献度为正的股票占比	交互作用贡献度为正的股票占比	营业收入增长贡献度大于净利率增长贡献度的股票占比
1988 年	26.27%	25.78%	67.73%	6.61%	71.43%	94.05%	85.71%	34.52%
1989 年	-8.83%	26.47%	69.16%	4.76%	60.64%	86.17%	78.72%	39.36%
1990 年	-7.14%	9.57%	87.86%	4.37%	55.56%	89.90%	74.75%	29.29%
1991 年	-42.64%	8.30%	93.33%	0.48%	63.48%	100.00%	50.43%	17.39%
1992 年	-39.26%	11.08%	86.18%	2.17%	57.38%	100.00%	68.03%	20.49%
1993 年	15.39%	12.71%	83.55%	3.92%	55.38%	100.00%	74.62%	24.62%
1994 年	17.40%	18.33%	75.60%	4.70%	66.89%	84.46%	69.59%	23.65%
1995 年	4.09%	22.54%	69.94%	5.81%	67.48%	89.57%	80.37%	31.90%
1996 年	5.31%	25.77%	68.47%	4.27%	68.57%	82.86%	69.14%	31.43%
1997 年	1.72%	19.98%	73.74%	5.41%	62.43%	85.08%	71.27%	32.60%
1998 年	-28.13%	15.67%	79.60%	3.96%	61.70%	89.89%	62.77%	22.87%
1999 年	-4.55%	7.51%	86.18%	5.02%	55.32%	90.43%	67.55%	20.21%
2000 年	-0.73%	22.61%	68.68%	5.49%	60.10%	82.76%	70.44%	32.51%
2001 年	-72.95%	7.02%	95.85%	-0.74%	64.90%	100.00%	47.12%	9.13%
2002 年	-63.51%	10.02%	88.45%	2.14%	64.58%	100.00%	61.46%	16.67%
2003 年	7.84%	22.77%	70.07%	5.96%	66.67%	86.77%	78.31%	29.63%
2004 年	32.62%	27.28%	66.95%	5.75%	74.41%	87.68%	77.73%	33.18%

2005 年	6.35%	24.93%	68.40%	5.69%	63.25%	83.76%	75.21%	35.04%
2006 年	7.81%	24.93%	68.59%	4.93%	68.42%	85.02%	74.90%	32.39%
2007 年	-8.77%	35.55%	61.81%	3.04%	63.28%	80.47%	65.23%	34.77%
2008 年	-90.65%	7.49%	91.58%	2.31%	52.19%	100.00%	60.56%	18.33%
2009 年	-57.27%	15.31%	95.99%	-9.92%	73.99%	100.00%	30.94%	13.00%
2010 年	18.33%	11.22%	85.20%	2.54%	67.24%	90.09%	64.22%	17.67%
2011 年	7.53%	9.01%	83.37%	5.39%	59.25%	90.94%	78.87%	20.38%
均值	-11.41%	17.58%	78.60%	3.50%	63.52%	90.83%	68.25%	25.88%

资料来源：Bloomberg、国信证券经济研究所整理。

表 10: Russell 1000 厚利少销类公司净利润增长率贡献度

	净利润增长率(均值)	营业收入增长贡献度(均值)	净利率增长贡献度(均值)	交互作用贡献度(均值)	营业收入增长贡献度为正的股票占比	净利率增长贡献度为正的股票占比	交互作用贡献度为正的股票占比	营业收入增长贡献度大于净利率增长贡献度的股票占比
1988 年	35.91%	50.35%	44.85%	3.38%	84.85%	81.82%	72.22%	48.48%
1989 年	20.04%	51.28%	43.59%	3.60%	72.40%	74.66%	67.42%	51.13%
1990 年	12.76%	40.35%	54.35%	3.46%	70.56%	78.79%	68.83%	43.29%
1991 年	13.67%	52.69%	44.32%	-0.04%	79.63%	77.04%	55.93%	44.44%
1992 年	31.85%	35.58%	59.61%	3.72%	74.65%	86.27%	70.77%	40.85%
1993 年	40.54%	39.97%	53.68%	4.81%	81.97%	84.92%	74.43%	42.30%
1994 年	32.60%	46.48%	48.04%	3.98%	81.21%	79.48%	71.68%	45.66%
1995 年	28.80%	57.30%	39.01%	3.17%	82.94%	76.38%	67.72%	56.17%
1996 年	28.52%	54.13%	40.81%	3.93%	81.22%	76.83%	70.00%	54.15%
1997 年	23.61%	54.43%	40.69%	3.45%	80.19%	75.94%	68.87%	50.71%
1998 年	22.60%	51.54%	45.29%	2.08%	78.08%	72.60%	59.36%	47.26%
1999 年	28.15%	36.47%	58.02%	3.73%	76.54%	83.83%	69.93%	40.77%
2000 年	31.16%	43.86%	47.97%	4.57%	74.89%	79.32%	69.62%	43.25%
2001 年	6.75%	21.56%	73.67%	2.98%	67.15%	86.86%	62.83%	31.83%
2002 年	21.49%	28.36%	71.03%	-0.34%	71.11%	86.89%	54.67%	29.56%
2003 年	35.76%	32.42%	61.54%	5.11%	78.73%	88.01%	75.34%	39.14%
2004 年	36.18%	40.60%	52.78%	5.45%	80.97%	83.20%	75.51%	45.14%
2005 年	33.57%	51.66%	42.18%	3.83%	80.22%	77.29%	69.41%	46.52%
2006 年	32.84%	39.20%	54.81%	4.81%	76.43%	79.20%	71.92%	42.81%
2007 年	21.96%	29.12%	63.45%	6.22%	71.45%	82.47%	74.46%	39.90%
2008 年	-0.38%	25.51%	69.25%	4.01%	67.35%	83.08%	64.62%	34.36%
2009 年	-1.97%	23.97%	79.07%	-3.53%	72.41%	88.70%	41.95%	25.86%
2010 年	34.76%	23.52%	71.01%	4.25%	72.27%	88.91%	71.90%	30.13%
2011 年	29.69%	33.40%	60.94%	5.33%	75.97%	83.39%	71.94%	39.19%
均值	25.04%	40.16%	55.00%	3.42%	76.38%	81.49%	67.56%	42.20%

资料来源：Bloomberg、国信证券经济研究所整理。

中、美长期稳定增长类股票对比

对于 A 股稳定增长的股票，其净利润增长同时表现为营业收入的增长与净利率的增长，且营业收入增长的贡献要大于净利率增长的贡献（表 11），而对于美股长期稳定增长的股票，其净利润增长同时表现为营业收入的增长与净利率的增长，但营业收入增长的贡献与净利率增长的贡献相当（表 12）。

对于该类股票，从 A 股市场的相对长期（7 年）来看，营业收入增长的贡献度在不断上升，而净利率增长的贡献度在不断下降，且营业收入增长贡献度大于净利率增长贡献度的股票占比也在不断上升（图 1、2、3）。那么这是否意味着这个趋势会持续？

从美国市场近 24 年的历史来看，稳定增长类股票的营业收入增长贡献度、净利

率增长贡献度以及营业收入增长贡献度大于净利率增长贡献度的股票占比均表现出周期性波动的特征（图 4、5、6），这或许表明从更长期的时间来看，稳定增长类股票应该是双引擎增长，当一个引擎发展至一定程度时，另一引擎会发挥出更大的作用，反之亦然。

表 11: A 股稳定增长股票净利润增长率贡献度

	净利润增长率 (均值)	营业收入增长贡献度 (均值)	净利率增长贡献度 (均值)	交互作用贡献度 (均值)	营业收入增长贡献度为正的 股票占比	净利率增长贡献度为正的 股票占比	交互作用贡献度为正的 股票占比	营业收入增长贡献度大于净利率 增长贡献度的股票占比
2005 年	18.51%	90.28%	14.44%	-4.28%	71.03%	65.52%	55.17%	54.48%
2006 年	73.82%	58.34%	39.25%	1.09%	83.45%	73.10%	60.69%	51.03%
2007 年	62.28%	60.64%	33.06%	4.03%	89.66%	81.38%	72.41%	59.31%
2008 年	33.98%	73.32%	26.96%	-1.05%	82.76%	66.90%	60.00%	57.93%
2009 年	39.60%	45.87%	51.99%	0.83%	78.62%	77.93%	64.14%	47.59%
2010 年	35.88%	102.11%	1.41%	-2.87%	95.17%	57.24%	53.79%	80.69%
2011 年	22.14%	106.05%	-1.70%	-3.87%	87.59%	55.17%	55.17%	77.24%
均值	40.89%	76.66%	23.63%	-0.87%	84.04%	68.18%	60.20%	61.18%

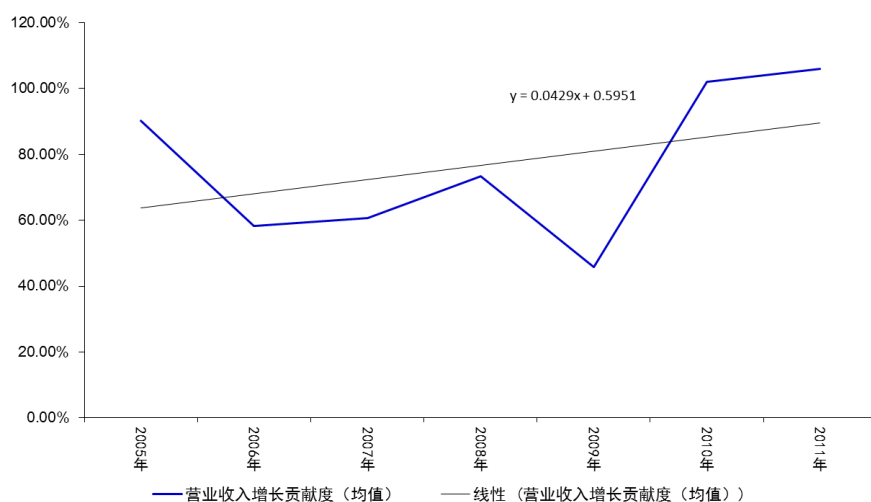
资料来源：Tinysoft 天软科技、国信证券经济研究所整理。

表 12: Russell 1000 稳定增长股票净利润增长率贡献度

	净利润增长率 (均值)	营业收入增长贡献度 (均值)	净利率增长贡献度 (均值)	交互作用贡献度 (均值)	营业收入增长贡献度为正的 股票占比	净利率增长贡献度为正的 股票占比	交互作用贡献度为正的 股票占比	营业收入增长贡献度大于净利率 增长贡献度的股票占比
1988 年	34.87%	35.58%	61.46%	3.87%	72.92%	89.58%	77.08%	41.67%
1989 年	15.71%	40.99%	54.90%	4.57%	72.92%	77.08%	70.83%	56.25%
1990 年	15.33%	64.35%	32.51%	2.34%	83.33%	70.83%	64.58%	56.25%
1991 年	15.18%	71.54%	26.99%	-1.50%	77.08%	70.83%	62.50%	50.00%
1992 年	20.02%	53.36%	44.22%	2.65%	75.00%	83.33%	75.00%	50.00%
1993 年	16.20%	58.51%	37.79%	1.98%	79.17%	72.92%	66.67%	50.00%
1994 年	22.52%	40.86%	56.04%	3.73%	79.17%	72.92%	68.75%	47.92%
1995 年	17.63%	54.60%	42.26%	3.28%	79.17%	83.33%	75.00%	64.58%
1996 年	21.71%	69.10%	28.93%	2.43%	85.42%	77.08%	77.08%	62.50%
1997 年	27.64%	49.62%	45.47%	4.11%	89.58%	87.50%	85.42%	56.25%
1998 年	16.94%	49.97%	50.97%	-0.97%	77.08%	70.83%	56.25%	52.08%
1999 年	19.76%	44.25%	53.34%	2.80%	85.42%	85.42%	79.17%	52.08%
2000 年	22.07%	68.38%	29.12%	1.75%	91.67%	72.92%	70.83%	60.42%
2001 年	4.45%	40.96%	57.58%	0.25%	72.92%	81.25%	64.58%	50.00%
2002 年	13.03%	26.20%	72.23%	0.66%	62.50%	81.25%	58.33%	33.33%
2003 年	13.25%	53.19%	43.89%	2.74%	79.17%	83.33%	77.08%	58.33%
2004 年	16.60%	82.54%	17.02%	0.29%	91.67%	70.83%	64.58%	66.67%
2005 年	12.70%	81.22%	19.00%	-0.36%	81.25%	64.58%	62.50%	62.50%
2006 年	9.42%	57.76%	40.78%	2.08%	75.00%	75.00%	70.83%	62.50%
2007 年	7.85%	70.33%	27.59%	1.69%	81.25%	62.50%	60.42%	68.75%
2008 年	4.05%	57.19%	39.76%	2.32%	77.08%	77.08%	64.58%	56.25%
2009 年	-5.72%	24.38%	76.49%	-2.41%	70.83%	87.50%	35.42%	33.33%
2010 年	18.41%	27.16%	70.24%	1.97%	72.92%	89.58%	72.92%	29.17%
2011 年	13.43%	48.25%	47.33%	3.34%	81.25%	81.25%	81.25%	47.92%
均值	15.54%	52.93%	44.83%	1.82%	78.91%	77.86%	68.40%	52.86%

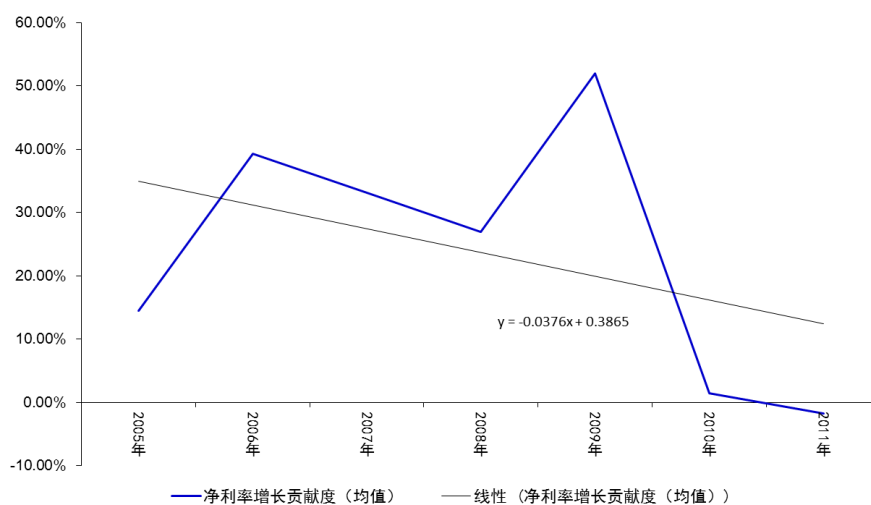
资料来源：Bloomberg、国信证券经济研究所整理。

图 1: A 股稳定增长股票营业收入增长贡献度



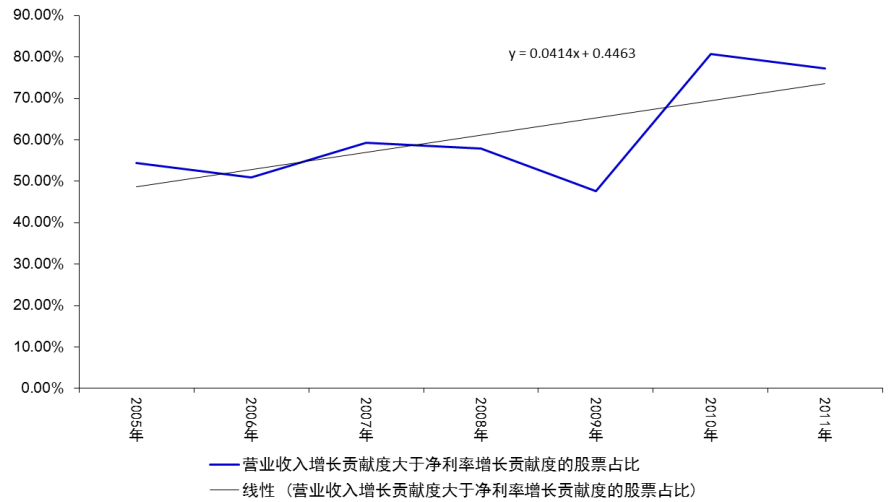
资料来源: Tinysoft 天软科技、国信证券经济研究所整理。

图 2: A 股稳定增长股票净利率增长贡献度



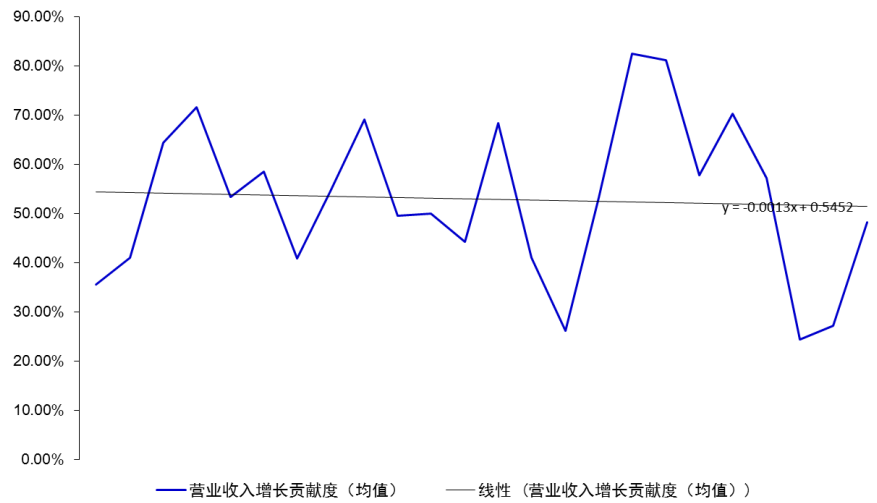
资料来源: Tinysoft 天软科技、国信证券经济研究所整理。

图 3: A 股营业收入增长贡献度大于净利率增长贡献度的股票占比



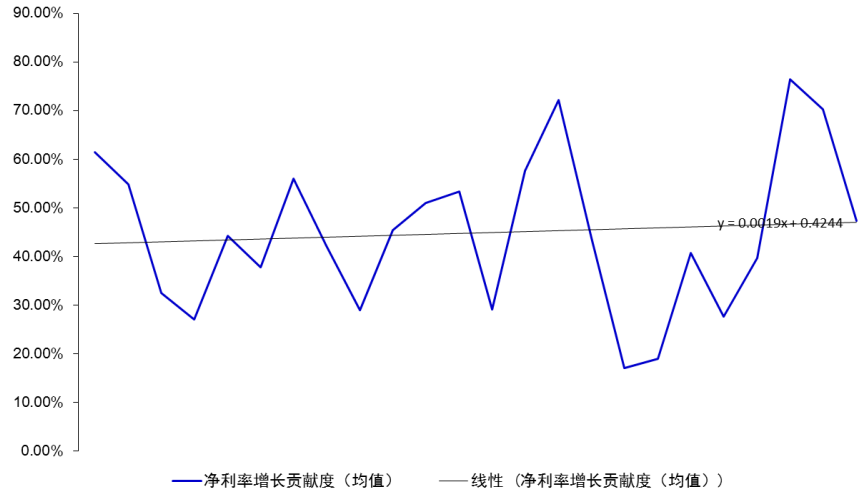
资料来源: Tinysoft 天软科技、国信证券经济研究所整理。

图 4: Russell 1000 稳定增长股票营业收入增长贡献度



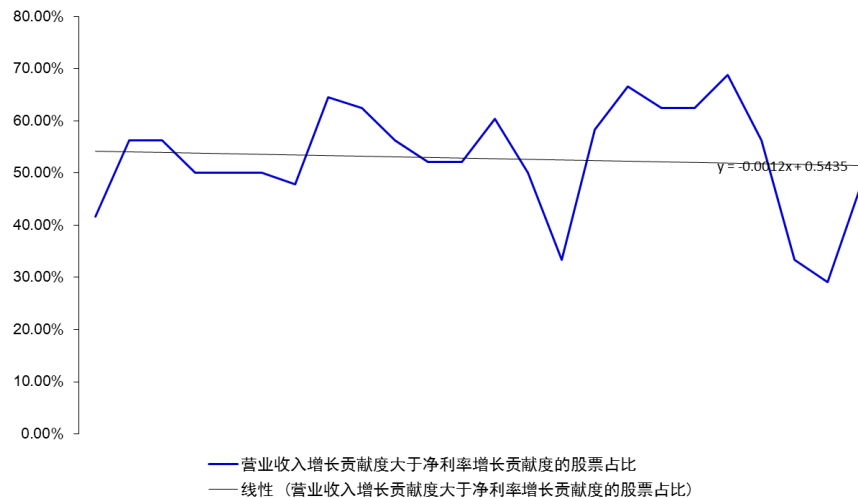
资料来源: Bloomberg、国信证券经济研究所整理。

图 5: Russell 1000 稳定增长股票净利率增长贡献度



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理。

图 6: Russell 1000 营业收入增长贡献度大于净利率增长贡献度的股票占比



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理。

结论

通过上文对中、美股市净利润来源分解分析的对比, 我们认为可以得到以下结论:

1、中、美全市场的对比

对于中国 A 股抑或美国 Russell 1000 成份股, 当不考虑增长方向时, 不管是贡献度或是个股的结构来看, 净利率增长的贡献要强于营业收入的贡献。

当个股正增长时, 从贡献度的角度来看, 大多数的贡献度来源于营业收入的增长, 而从个股的结构来看, 营业收入增长的贡献度与净利率增长的贡献度相当。这说明当公司的净利润正增长时, 往往伴随着营业收入与净利率的同时正增长,

但是相对而言，营业收入增长的贡献更大。

当个股负增长时，从贡献度的角度来看，绝大多数的贡献度来源于净利率的负增长，而营业收入增长的贡献度为负，这意味着当个股净利润负增长时，它的营业收入是正增长的。从个股的结构来看，绝大多数个股中，净利率增长的贡献度要大于营业收入增长的贡献度。这说明当公司的净利润负增长时，往往伴随着营业收入的正增长与净利率的负增长，这可能意味着尽管公司的净利润在负增长，但是为了保住市场，公司宁愿净利率下降也不愿营业收入下降。

2、中、美薄利多销类、厚利少销类公司对比

对于薄利多销类公司，净利率的贡献度要明显强于营业收入的贡献度；而对于厚利少销类公司，净利率的贡献度与营业收入的贡献度相当。这说明薄利多销类公司对于净利率更为敏感，而厚利少销类公司对于营业收入与净利率均比较敏感。

3、中、美长期稳定增长类股票对比

虽然在 A 股市场，稳定增长类股票表现出营业收入增长的贡献度在不断上升，净利率增长的贡献度在不断下降，且营业收入增长贡献度大于净利率增长贡献度的股票占比也在不断上升等特征，但是从美国市场近 24 年的历史来看，稳定增长类股票的营业收入增长贡献度、净利率增长贡献度以及营业收入增长贡献度大于净利率增长贡献度的股票占比均表现出周期性波动的特征，这或许表明从更长期的时间来看，稳定增长类股票应该是双引擎增长，当一个引擎发展至一定程度时，另一引擎会发挥出更大的作用，反之亦然。

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所团队成员

宏观		固定收益		策略	
周炳林	0755-82130638	赵 婧	021-60875168	黄学军	021-60933142
崔 嵘	021-60933159			林丽梅	021-60933157
张 娜	0755-82133259			技术分析	
李智能	0755-22940456			闫 莉	010-88005316
沈 瑞	0755-82132998-3171				
交通运输		机械		商业贸易	
郑 武	0755-82130422	郑 武	0755-82130422	孙菲菲	0755-82130722
陈建生	0755-82133766	陈 玲	021-60875162	常 伟	0755-82131528
岳 鑫	0755-82130432	杨 森	0755-82133343		
糜怀清	021-60933167				
汽车及零配件		钢铁及新材料		房地产	
左 涛	021-60933164	郑 东	010-66025270	区瑞明	0755-82130678
				黄道立	0755-82133397
				刘 宏	0755-22940109
基础化工及石化		医药		计算机及电子	
刘旭明	010-88005382	贺平鸽	0755-82133396	段迎晟	0755-82130761
张栋梁	021-60933151	丁 丹	0755-82139908	高耀华	010-88005321
吴琳琳	0755-82130833-1867	杜佐远	0755-82130473	欧阳仕华	0755-82151833
朱振坤	010-88005317	胡博新	0755-82133263		
		刘 勍	0755-82133400		
传媒		有色金属		电力及公共事业	
陈财茂	010-88005322	彭 波	0755-82133909	谢达成	021-60933161
刘 明	010-88005319	徐张红	0755-22940289		
金融		轻工		建筑工程及建材	
邵子钦	0755-82130468	李世新	0755-82130565	邱 波	0755-82133390
田 良	0755-82130470	邵 达	0755-82130706	刘 萍	0755-82130678
童成墩	0755-82130513			马 彦	010-88005304
王 倩	0755-82130833-706253				
潘小果	0755-82130843				
家电及通信		电力设备及新能源		食品饮料	
王念春	0755-82130407	杨敬梅	021-60933160	黄 茂	0755-82138922
程 成	0755-22940300	张 弢	010-88005311	龙 飞	0755-82133920
旅游		农业		电子	
曾 光	0755-82150809	杨天明	021-60875165	刘 翔	021-60875160
钟 潇	0755-82132098	赵 钦	021-60933163		
纺织服装及日化		基金评价与研究		金融工程	
朱 元	021-60933162	康 亢	010-66026337	戴 军	0755-82133129
		李 腾	010-88005310	林晓明	021-60875168
		刘 洋	0755-82150566	秦国文	0755-82133528
		蔡乐祥	0755-82130833-1368	张璐楠	0755-82130833-1379
		钱 晶	0755-82130833-1367	郑亚斌	021-60933150
				陈志岗	0755-82136165
				马瑛清	0755-22940643
				吴子昱	0755-22940607

国信证券机构销售团队

华北区（机构销售一部）			华东区（机构销售二部）			华南区（机构销售三部）		
王立法	010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn		盛建平	021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn		魏 宁	0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn	
王晓健	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn		黄胜蓝	021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn		邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	
李文英	010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn		郑 毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn		段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn	
赵海英	010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn		叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn		郑 灿	0755-82133043 13421837630 zhengcan@guosen.com.cn	
原 玮	010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn		孔华强	021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn		甘 墨	0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com	
甄 艺	010-66020272 18611847166		刘 塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn		徐 冉	0755-82130655 13923458266 xuran1@guosen.com.cn	
杨 柳	18601241651 yangliu@guosen.com.cn		崔鸿杰	021-60933166 13817738250 cuihj@guosen.com.cn		颜小燕	0755-82133147 13590436977 yanxy@guosen.com.cn	
王耀宇	18601123617		李 佩	021-60875173 13651693363 lipei@guosen.com.cn		赵晓曦	0755-82134356 15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn	
陈孜譞	18901140709		汤静文	021-60875164 13636399097 tangjingwen@guosen.com.cn		梁 丹	15107552991	
			梁轶聪	021-60873149 18601679992 liangyc@guosen.com.cn				