

A 股“极致优秀”财报巡礼：利润表篇

——策略研究视角的财务选股系列之十四



报告发布日期

2020 年 05 月 15 日

证券分析师

蒋晨龙

021-63325888*6073

jiangchenlong@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860517100004

证券分析师

薛俊

021-63325888*6005

xuejun@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860515100002

相关报告

财务选股策略净值创新高	2020-05-03
19 年三季报财务选股跟踪	2019-11-06
19 年中报财务选股跟踪及回顾	2019-09-18

研究结论

- 前言：难以复刻的资源禀赋、长期积累的品牌效应、强大的管理能力、短期内无法颠覆的技术壁垒，这些都是“极致”商业模式的体现。本系列将从财务报表三表出发，从“极致优秀”财报来看“极致”商业模式。本篇是第一篇，将从“极致稳定”、“极致高利润率”以及“极致费用驱动”三个角度寻找 A 股最极致利润表的 3 家公司，分析其商业模式的魅力。
- **一、稳定成长性之最——恒瑞医药(600276, 买入)**：2010-19 年期间，在所有扣非利润 CAGR 大于 10% 的公司中，恒瑞医药的单季度扣非归母净利润同比增速的标准差最低——CAGR 高达 23%，ROE 稳定在 20-25%。报表层面体现为：“稳定的收入增速（均值 20%）+稳定的毛利率（均值 85%）+稳定的费用率（均值 60%）”=“极致稳定的利润增长”。**恒瑞医药商业模式优秀之处**：始于更好的肿瘤药仿制药赛道（提供了较长期稳定的行业红利和稳定的毛利率）、更早布局和转型创新药（体现为销售费用率和研发费用率的历史动态平衡），同时以行业内领先的销售能力、销售体系和销售投入（带来稳定的收入增速），更快建立起护城河（体现为稳定的利润率），达成利润表和公司运转长期的“正反馈”。恒瑞的案例告诉我们：**稳定的高利润增长来自于**：（一）必须处于一个有长期稳定成长空间的行业。（二）要非常重视销售。（三）既要把握住市场红利期，也要尽早布局后红利期。
- **二、高利润率之最——贵州茅台(600519, 买入)**：过去十年，A 股毛利率和净利率综合排名最高的公司为贵州茅台。10 年平均销售毛利率高达 91.62%，净利率为 50.32%。**贵州茅台的商业模式优秀之处**：（一）白酒行业的确天然具备高毛利率和高净利率的产品属性（低制造成本、酒文化 ICON、低存货减值损失和 Channel Stuffing 风险）。（二）稳定高毛利源于公司战略选择，不断提升的净利率来自于经营策略：a. 不断强化塑造极致专一产品的独特性品牌价值（获得超越行业的毛利率）；b. 厂家主导的渠道模式，口头期权返利的销售模式带来极低的销售费用率（获得超越行业的净利率）。茅台的案例告诉我们：**高利润率核心在于掌握全部的定价权**。茅台作为一家消费品公司，几乎掌握了产业链全部的定价权：对上游、对经销商、对终端消费者，甚至是对行业的定价权，把白酒这一行业的财务特征发挥到了极致。
- **三、研发和销售费用“双轮驱动”之最——恒生电子(600570, 未评级)**：对于轻资产运营和可变成本占比较高的行业来讲，费用投入往往决定了企业的商业模式和发展方向。恒生电子是典型的高销售费用率+高研发费用率驱动下，带来巨大利润增长体量的公司。恒生电子商业模式优秀之处：（一）属于金融 IT 行业，对下游 ToB 的议价权在软件行业里更强。（二）突破金融 IT 行业低销售费用率的“桎梏”，主动扩展产品线和业务范围，成为全产品覆盖的龙头。（三）不仅注重研发投入规模的重要性，更注重构建研发、管理和产品互相配合运作的体系。恒生电子的案例告诉我们：**突破行业“天赋”桎梏，才能更上一个境界**。（一）恒生电子通过投入显著高于行业的销售费用，完成了产品边界的不断拓展和迭代，化解企业业务单一化风险，获得客户长期和更广范围的品牌认同感。（二）研发并不是看投入规模那么简单，费用支出最终是为产品边际扩张服务。
- **风险提示**：一、行业技术和格局发生重大改变，可能使得原有的商业模式被颠覆。二、产业政策发生重大变化，行业红利提前消失，行业天花板提前显现。三、中国经济增速

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

目 录

前言：“极致优秀”财报背后“极致”的商业模式.....	5
利润表：“搞好利润表第一行和最后一行就能搞好企业自身”.....	5
“极致优秀”利润表之：稳定成长性之最——恒瑞医药	5
为什么恒瑞的盈利增速波动这么小？	7
报表层面的体现：“稳定的收入增速（20%）+稳定的毛利率（85%）+稳定的费用率（60%）”=“极致稳定的利润增长”	7
报表背后的原因	9
总结：长期稳定的高利润增长来源	11
“极致优秀”利润表之：高利润率之最——贵州茅台.....	12
行业产品高利润率属性	12
稳定高毛利源于公司战略选择，不断提升的净利润率来自于经营策略.....	14
总结：高利润率核心在于掌握全部的定价权	16
“极致优秀”利润表之：研发和销售费用“双轮驱动”之最——恒生电子.....	17
双轮驱动背后：行业高毛利率是基础，但面对客户的议价权是皇冠明珠	18
恒生电子——产品型公司边际扩张能力的极致	19
总结：突破行业“天赋”桎梏，更上一个境界	22
风险提示.....	22

图表目录

图 1: 成长分类.....	5
图 2: 恒瑞医药 ROE 历史表现, %	7
图 3: 恒瑞医药单季度归母净利润增长和收入增长, %	7
图 4: 恒瑞医药的期间费用率拆解, %	8
图 5: 恒瑞医药管理费用率的构成, %	8
图 6: 化学制剂行业费用率变化趋势, %	8
图 7: 化学制剂行业主要公司净利润率变化趋势, %	8
图 8: 恒瑞医药非经常性损益构成, 亿元	9
图 9: 恒瑞医药毛利率, %	9
图 10: 恒瑞医药收入增速, %, 季度	9
图 11: 化学制剂行业上市公司最新销售人员数量, 人	10
图 12: 恒瑞医药历史销售人员数量及占比, %, 人	10
图 13: 中国抗肿瘤药市场规模情况, 亿元	11
图 14: 中国抗肿瘤药/药品终端销售规模比例, %,	11
图 15: 各行业 10 年毛利率均值, %	13
图 16: 各行业 10 年净利润率均值, %	13
图 17: 茅台出厂价历史变化和中国城镇居民可支配收入变化	13
图 18: 各细分行业 2010-19 年存货减值损失占收入比重, %	14
图 19: 茅台和五粮液的净利润率对比, %	15
图 20: 茅台和五粮液的毛利率对比, %	16
图 21: 贵州茅台费用率拆解	16
图 22: 五粮液费用率拆解	16
图 23: 12 家公司 2010-19 年 Q3 毛利率水平, %	18
图 24: 金融 IT 上市公司毛利率走势, %	20
图 25: OCF/净利润指标, 历史均值, 剔除利润负值	20
图 26: 恒生电子研发、管理体系构建历史	21
图 27: 金融 IT A 股公司销售费用率, %	21
图 28: 金融 IT A 股公司研发费用率, %	21
 表 1: 2010-2019 年全 A 扣非利润增速标准差排名前 20	6
表 2: A 股过去十年利润率排名 (2010-2019)	12
表 3: 三家白酒企业的返利政策梳理	15
表 4: 驱动因子分类	17

表 5：研发+销售费用率 A 股筛选情况	17
表 6：12 家计算机行业公司情况	19

前言：“极致优秀”财报背后“极致”的商业模式

难以复刻的资源禀赋、长期积累的品牌效应、强大的管理能力、短期内无法颠覆的技术壁垒，这些都是“极致”商业模式的体现。

研究这些优秀公司商业模式的路径有多种，通过财务报表，或许是最直观和相对标准化的路径。本系列将从三表出发，梳理“极致优秀”财报背后“极致”的商业模式。

本篇是第一篇，将从利润表出发，找出有趣、极致商业模式。

利润表：“搞好利润表第一行和最后一行就能搞好企业自身”

“搞好利润表第一行和最后一行就能搞好企业自身”——马丁·弗里德森《财务报表分析》

利润在商业领域和经济学理论中都居于很高的地位：对于利润的追求，推动了企业在降低成本上的创新，促进了稀缺资源的有效利用，同时追求利润的动机鼓励了储蓄和风险承担。

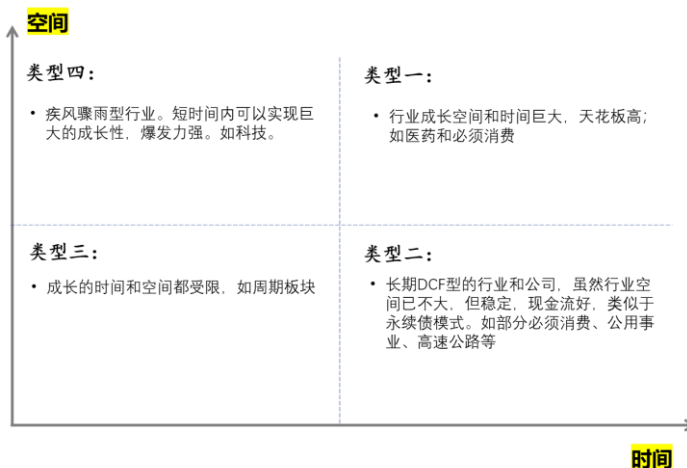
对于投资者来说，对于企业是否“优秀”的“判定”，往往都是以利润表为结果导向：从利润表第一行的收入到最后一行的利润，吸引了众多投资者和分析师为之着迷、为之苦思冥想，希冀找到未来利润增长路径的“谜底”。

因此，极致优秀的利润表表现，必然会受到市场最高的一致关注。我们将从“极致稳定”、“极致高利润率”以及“极致费用驱动”三个角度寻找 A 股最极致利润表的 3 家公司（注：本文对于三家 A 股公司仅做客观分析，不构成投资建议）。

“极致优秀”利润表之：稳定成长性之最——恒瑞医药

从时间和空间维度，我们可以把成长性分为四类，如下图：

图 1：成长分类



数据来源：Wind，东方证券研究所

因此，在一个空间巨大，时间又巨长的行业中，希冀能获得稳定成长性和行业份额的公司，会面临以下难题：

（1）空间越大，意味着潜在进入的竞争者越多，竞争会越激烈。

（2）成长的时间周期越长，所谓夜长梦多，意味着越容易在历史长河中被新的公司、甚至新的技术路线替代。

A 股来看，2010-2019 年期间，在所有扣非利润 CAGR 大于 10% 的公司中，恒瑞医药的单季度扣非归母净利润同比增速的标准差最低，具体来看：

（1）CAGR 高达 23%——高增长、高稳定性、持久成长。

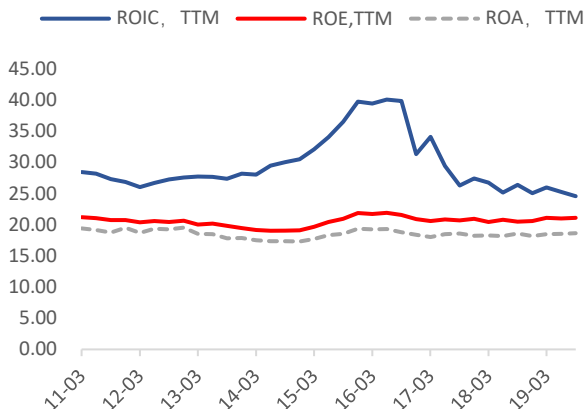
（2）身处高研发、高投入、高风险的制药行业，其业绩（收入和利润）增速居然可以如此稳定。另一个令人惊讶的印证和事实在于，其 ROE 水平从 2007 年开始，就稳定在了 20-25% 的中枢。也就是说，恒瑞医药在一定程度上突破了（至少过去 10-20 年间）前文所述的成长性行业的两个难题，为什么？

表 1：2010-2019 年全 A 扣非利润增速标准差排名前 20

代码	简称	申万一级行业	上市日期，*	单季度扣非利润增速 标准差	2010 年扣 非利润，亿 元	2019Q3 扣非 利润 TTM， 亿元	CAGR
600276.SH	恒瑞医药	医药生物	2000/10/18	11.71	7.12	45.60	0.23
002032.SZ	苏泊尔	家用电器	2004/8/17	11.93	3.80	16.83	0.18
002142.SZ	宁波银行	银行	2007/7/19	12.56	21.88	129.95	0.22
600036.SH	招商银行	银行	2002/4/9	13.37	254.69	898.59	0.15
601818.SH	光大银行	银行	2010/8/18	13.75	126.96	373.07	0.13
600009.SH	上海机场	交通运输	1998/2/18	13.87	13.09	50.43	0.16
601009.SH	南京银行	银行	2007/7/19	14.64	23.05	123.39	0.20
002372.SZ	伟星新材	建筑材料	2010/3/18	15.20	1.66	9.65	0.22
601169.SH	北京银行	银行	2007/9/19	15.72	68.09	217.04	0.14
601166.SH	兴业银行	银行	2007/2/5	16.63	183.36	632.07	0.15
002415.SZ	海康威视	电子	2010/5/28	17.04	10.31	116.21	0.31
600000.SH	浦发银行	银行	1999/11/10	17.44	189.93	597.23	0.14
600085.SH	同仁堂	医药生物	1997/6/25	18.44	3.35	10.06	0.13
002262.SZ	恩华药业	医药生物	2008/7/23	18.53	0.74	6.02	0.26
300015.SZ	爱尔眼科	医药生物	2009/10/30	18.76	1.14	13.94	0.32
600015.SH	华夏银行	银行	2003/9/12	19.03	60.00	215.41	0.15
000028.SZ	国药一致	医药生物	1993/8/9	19.48	2.46	12.13	0.19
601000.SH	唐山港	交通运输	2010/7/5	19.83	3.48	17.64	0.20
600998.SH	九州通	医药生物	2010/11/2	19.95	3.30	14.07	0.17
000513.SZ	丽珠集团	医药生物	1993/10/28	20.09	3.92	11.09	0.12

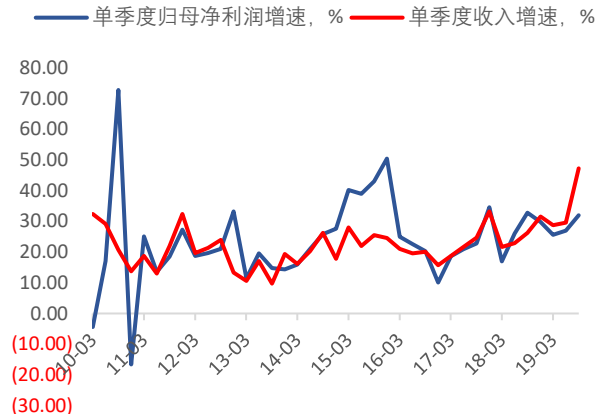
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 2：恒瑞医药 ROE 历史表现，%



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 3：恒瑞医药单季度归母净利润增长和收入增长，%



数据来源：Wind，东方证券研究所

为什么恒瑞的盈利增速波动这么小？

报表层面的体现：“稳定的收入增速（20%）+稳定的毛利率（85%）+稳定的费用率（60%）” = “极致稳定的利润增长”

首先，在报表层面，恒瑞医药稳定的利润增长体现为各个关键的利润表科目几乎都做到了完美。其中最关键的收入增速、费用率、毛利率、净利率指标互相印证，几乎没有指标的短板。具体来看：

一、收入增速稳定，稳定的主业，可以忽略不计的非经常性损益、非主营业务收入。一方面，恒瑞在过去 10 年当中，收入增速均值和中位数均在 20%附近，且季度增速的最低值也高达 10.7%；另一方面本身医药跨界非主营业务的公司确实不多，但恒瑞的非经常性损益表现依然稳健：非经常性损益占比最高的两项分别是政府补助和理财产品收益。

二、稳定的费用率，微妙的动态内在平衡。恒瑞医药 2010-2018 年的期间费用率极其稳定在 60%附近，但三费的占比情况却在发生微妙的再平衡。

首先是财务费用率。极低的资产负债率、上市后 0 再融资使得恒瑞始终没有财务费用支出。

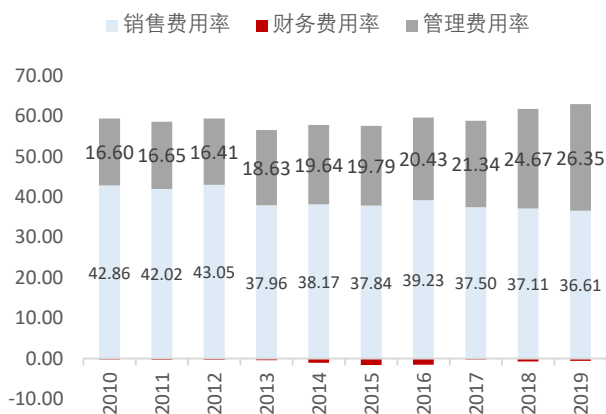
其次是销售费用率。2010 年恒瑞的销售费用率还在 43%左右，这说明和其他制药公司一样，恒瑞也是以较大的销售投入起家的；但到了最新年度已经下滑到 36%附近。

最后是管理费用率。恒瑞的管理费用率过去 10 年增长了 8%左右，通过拆分管理费用率可以发现，其中研发费用率的上升是管理费用率增长最主要的原因。

因此，通过费用率我们可以发现，恒瑞在整体费用占收入比重不发生巨大波动的前提下，实现了费用支出结构的优化和再平衡：销售费用的边际投入一定程度上让步给了研发费用的增长。值得注意的是，恒瑞这种高研发投入并没有牺牲财务和盈利的稳健性（稳定的 60%费用率和稳定的净利率），这和同行业的其他大部分公司形成了鲜明对比。

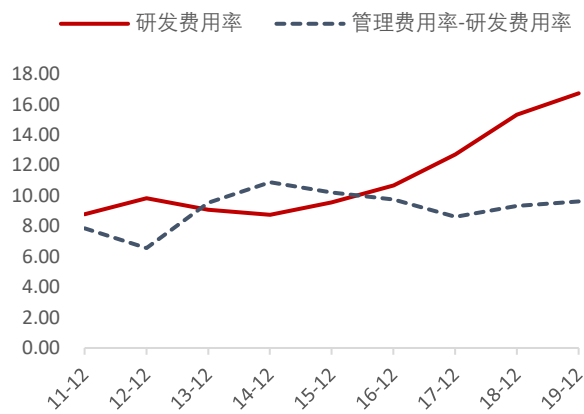
三、三个品种稳定的毛利率。从 2010 年开始，恒瑞的毛利率就稳定在了 80-90%之间，其中最近几年还有稳定的上升。分产品来看，抗肿瘤药的毛利率最高（2018 年 93.35%）、麻醉药其次（2018 年 90.93%）、造影剂最低（70%）。因此，稳定的毛利率搭配稳定的期间费用率，基本上就决定了恒瑞的净利润率不会出现大幅波动，也就减少了利润增速的波动性。

图 4：恒瑞医药的期间费用率拆解，%



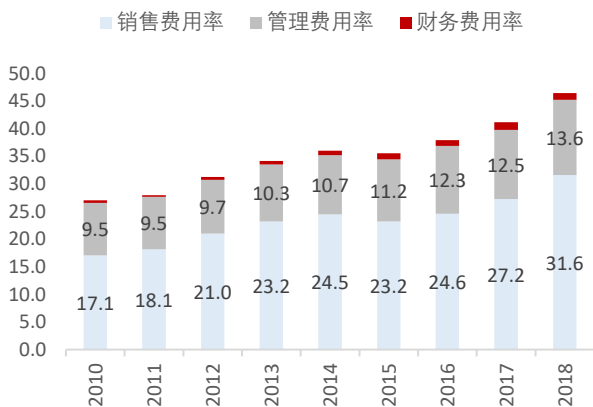
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 5：恒瑞医药管理费用率的构成，%



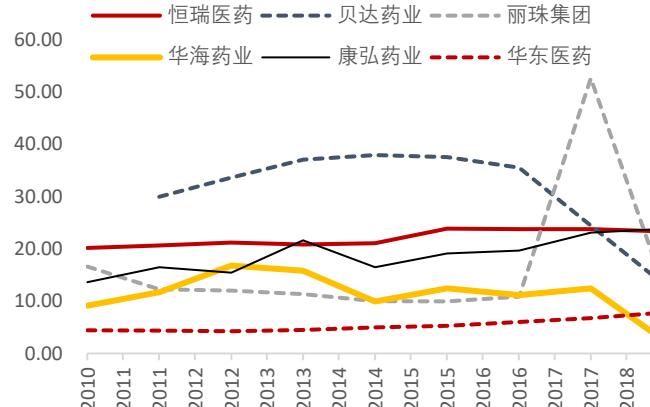
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 6：化学制剂行业费用率变化趋势，%



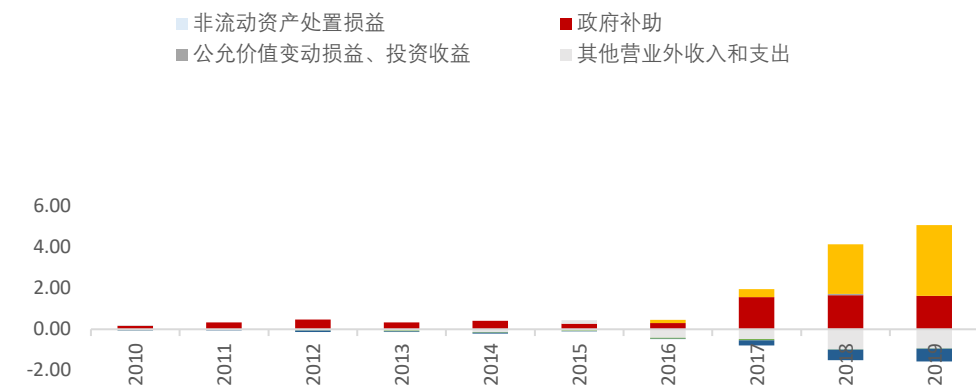
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 7：化学制剂行业主要公司净利润率变化趋势，%



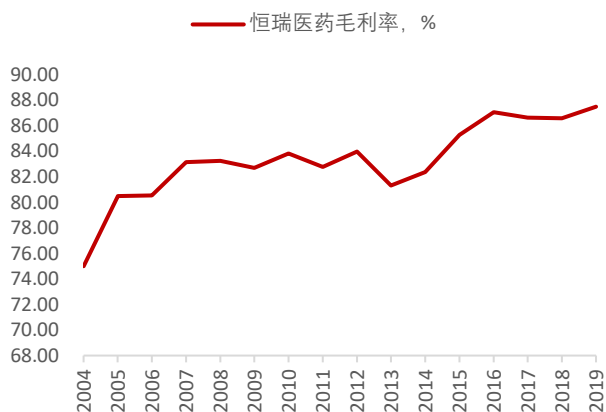
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 8：恒瑞医药非经常性损益构成，亿元



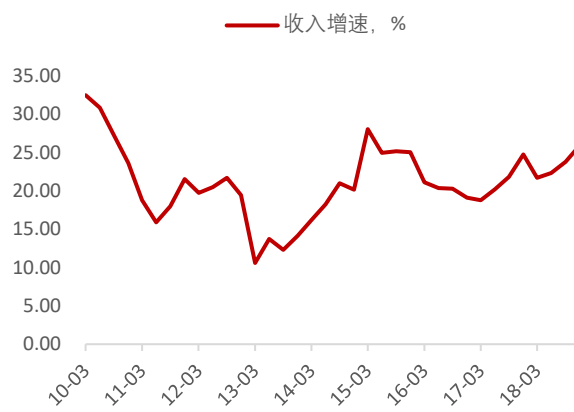
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 9：恒瑞医药毛利率，%



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 10：恒瑞医药收入增速，%，季度



数据来源：Wind，东方证券研究所

报表背后的原因

一、极强的销售能力和超越行业的持续销售投入，带来源源不断稳定的收入。从 2012-2019 年数据来看，恒瑞医药的销售人员占比持续提升，19 年已经突破 60%，总人数达到 1.46 万人，在同行业中排名第一。另外值得一提的是，恒瑞医药 2000 年就开始披露销售人员数量，但 2005-2011 连续 7 年却不披露销售人员数量，直到 2012 年才开始重新披露销售人员情况。若按照 2000 年 450 人，2019 年 1.46 万人计算，过去 20 年恒瑞销售人员的增速年化也高达 20.13%，和收入增速的 CAGR 基本一致。

哪怕是在更注重研发投入的这几年，恒瑞依然在销售方面下足了功夫。根据恒瑞年报披露，2018 年开始，建立产品线事业部制，在公司层面成立肿瘤事业部、影像事业部、综合产品和手术麻醉事业部，推进分线销售改革，进一步强化了公司整体的销售制度。

二、正确利用仿制药行业的市场红利。

（一）2018 年中之前，无论是从股价还是从盈利基本面等财务指标来看，包括恒瑞在内，国内众多仿制药龙头都走出了 10 年的长牛。但 2018 年“集采”之后，有大量仿制药企业的收入利润支柱出现瓦解以及产品青黄不接的情况。

其实在表 1 中我们可以发现，的确有众多的仿制药企业进入名单，这说明仿制药行业性的市场红利的确促成了一批稳定成长性公司。对于仿制药企业来说，仿制药的成本低、毛利率高、“研发”风险小且时间周期短、适用性较广，加上 2019 年之前，我国的药品招标采购流通制度不完善，众多仿制药企业的利润率更是比国外仿制药行业高得多，毫无疑问是一门好生意。

所以，国内仿制药行业的市场红利为包括恒瑞在内相关制药企业提供了稳定成长性的基础。

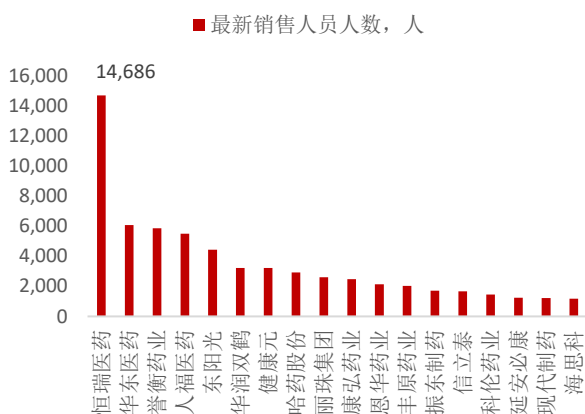
（二）跳出行业市场红利：恒瑞主要产品的赛道选择较优，首仿药进入早、创新药转型早，容易建立起护城河。

（1）首先，过去十年国内抗肿瘤药产品市场规模增长快：市场年化规模增速（2007-2017 年）高达 17%，2017 年规模已突破千亿，同时也是创新药诞生最多的细分领域之一。

（2）其次，恒瑞医药自 90 年代成立之初即以肿瘤和麻醉领域的“首仿药”作为切入点，同时也开始布局个别创新药，由于创新药从研发到上市往往需要 10 年左右时间，因此早布局就会有一定先发优势；到了 2007-2008 年左右开始，恒瑞正式明确了“创新”和“国际化”两个大的战略方向，并且主要专注于行业前景更大的肿瘤创新药领域。

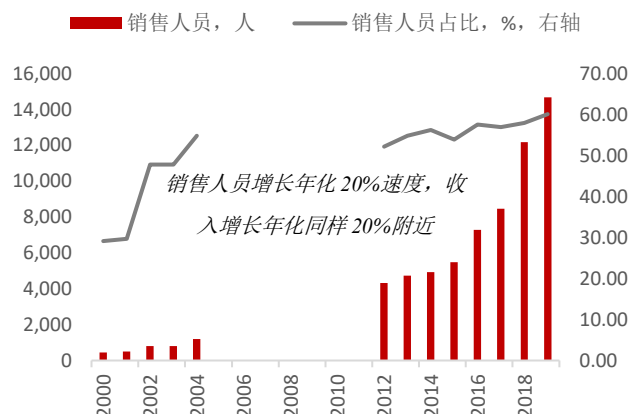
因此整体来看，恒瑞相当于是仿制药行业龙头的“加强版”：始于更好的肿瘤药仿制药赛道（提供了稳定的行业红利和稳定的毛利率）、更早布局和转型创新药（体现为销售费用率和研发费用率的历史动态平衡），同时以行业内领先的销售能力、销售体系和销售投入（带来稳定的收入增速），更快建立起护城河（体现为稳定的利润率），达成利润表和公司运转长期的“正反馈”。

图 11：化学制剂行业上市公司最新销售人员数量，人



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 12：恒瑞医药历史销售人员数量及占比，%，人



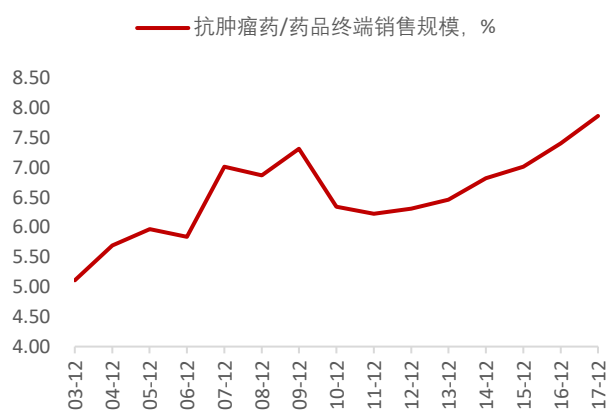
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 13：中国抗肿瘤药市场规模情况，亿元



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 14：中国抗肿瘤药/药品终端销售规模比例，%，



数据来源：Wind，东方证券研究所

总结：长期稳定的高利润增长来源

利润是利润表最后一项，这也意味着从第一行收入开始，要“经历千辛万苦”才可能收获一个好的利润结果。它会受到收入、毛利率、三项费用率、各种减值损失、非经常性损益等各项指标波动的挑战考验，若再考虑行业属性、企业生命周期等等因素，企业的利润波动几乎是常态和必然。

但恒瑞依然尤为难得。在大部分投资者仅看利润结果的情况下，恒瑞没有让诸多投资者失望。从恒瑞身上我们可以总结，稳定的高利润增长来自于：

- （一）必须处于一个有长期稳定成长空间的行业。
- （二）要非常重视销售。
- （三）既要把握住市场红利期，也要尽早布局后红利期。

“极致优秀” 利润表之：高利润率之最——贵州茅台

过去十年，A 股毛利率和净利润率综合排名最高的公司为贵州茅台。10 年平均销售毛利率高达 91.62%，净利润率为 50.32%。那么，茅台极致高和稳定的盈利能力来自于什么？

表 2：A 股过去十年利润率排名（2010-2019）

序号	代码	简称	行业	十年平均毛 利率，%	十年平均净 利率，%	十年综合 RANK	十年毛利率 RANK	十年净利润率 RANK
1	600519.SH	贵州茅台	食品饮料	91.62	50.32	7	5	2
2	300357.SZ	我武生物	医药	94.97	41.02	13	2	11
3	300033.SZ	同花顺	计算机	85.40	39.41	28	12	16
4	002038.SZ	双鹭药业	医药	71.85	49.21	52	49	3
5	300326.SZ	凯利泰	医药	72.09	40.39	60	47	13
6	300113.SZ	顺网科技	传媒	78.90	31.19	65	21	44
7	300144.SZ	宋城演艺	消费者服务	68.94	41.58	75	66	9
8	002294.SZ	信立泰	医药	73.18	31.96	77	38	39
9	600252.SH	中恒集团	医药	76.44	29.90	80	26	54
10	300288.SZ	朗玛信息	计算机	72.04	33.14	81	48	33
11	300377.SZ	赢时胜	计算机	81.31	28.15	82	17	65
12	002033.SZ	丽江旅游	消费者服务	74.06	30.25	83	34	49
13	300295.SZ	三五五网	传媒	94.09	26.36	86	3	83
14	000858.SZ	五粮液	食品饮料	71.02	32.35	87	51	36
15	000828.SZ	东莞控股	交通运输	65.10	60.42	89	88	1
16	600201.SH	生物股份	农林牧渔	69.99	33.68	90	61	29
17	300199.SZ	翰宇药业	医药	81.13	27.19	91	18	73
18	601828.SH	美凯龙	商贸零售	70.58	33.40	91	59	32
19	002410.SZ	广联达	计算机	95.16	25.77	99	1	98
20	002653.SZ	海思科	医药	67.59	34.54	99	72	27

数据来源：Wind，东方证券研究所

行业产品高利润率属性

首先，白酒行业的确天然具备高毛利率和高净利润率的产品属性。从 2010-2019Q3 近 10 年 A 股各行业的毛利率净利润率均值来看，白酒行业名列第一。

其次，白酒作为一种商品或者说消费品，其自身的特殊点在于：

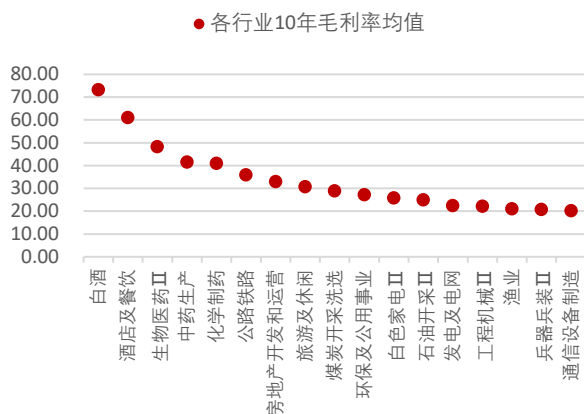
一、原材料成本低，制造费用低。

二、白酒品牌文化的历史延续性，意味着白酒本身在必需消费品属性以外，具备极强的社交、文化等属性，从而使得白酒成为了中国酒文化 ICON，茅台等白酒类类的价格和销量可以跟随收入通胀一起上涨，从而保证毛利率水平不出现下滑。从茅台 2001-2019 年出厂价的 CAGR 和城镇居民可

支配年收入 CAGR 对比可以看到：茅台出厂价 2001-2019 年 CAGR：8.64%，城镇居民可支配收入 CAGR：10.64%，两者基本接近。

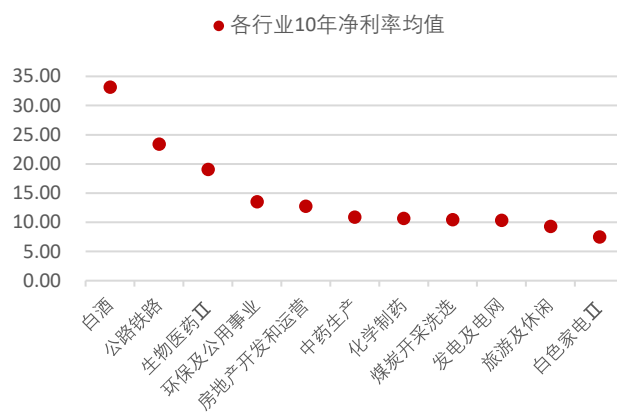
三、白酒商品的存货减值风险极低，这意味着资产减值损失极小，而且存货周转压力（包括 Channel Stuffing 风险）相较于其他消费品要低很多。存货减值是所有实体行业都必须面对的经营问题之一：2010-2019 年，A 股各细分行业的存货减值损失占收入比重，白酒行业最低。

图 15：各行业 10 年毛利率均值，%



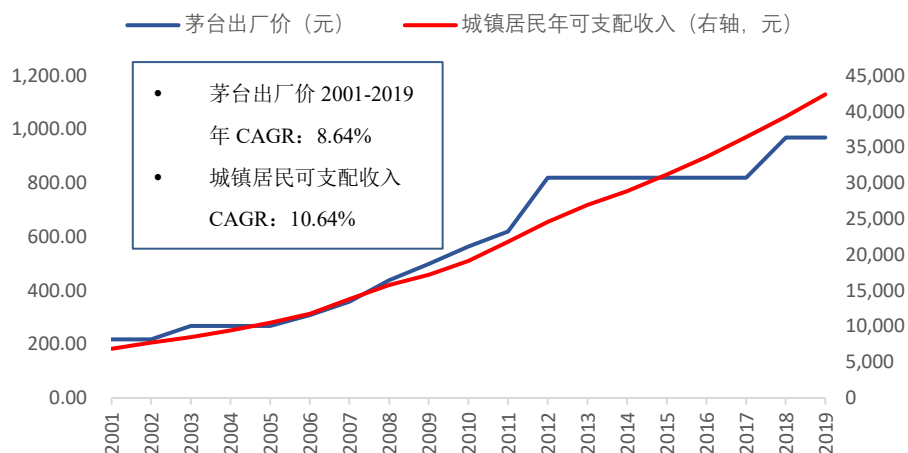
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 16：各行业 10 年净利润率均值，%



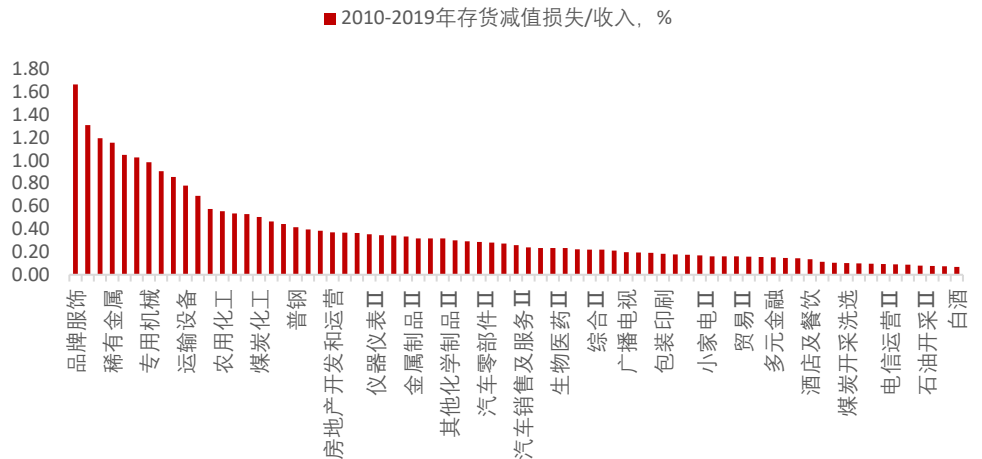
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 17：茅台出厂价历史变化和中国城镇居民可支配收入变化



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 18：各细分行业 2010-19 年存货减值损失占收入比重，%



数据来源：Wind，东方证券研究所

稳定高毛利源于公司战略选择，不断提升的净利率来自于经营策略

行业产品属性提供了进入高利润率排名的入场券，但如何实现超越行业平均水平的利润率，需要从公司本身出发。

对比来看，虽然 2013 年之前，茅台的收入体量不及五粮液，但从 2005 年开始茅台的利润体量就开始甩开五粮液；到了 2013 年，茅台的收入体量开始超越五粮液。2013-2015 年三年是白酒行业整体调整的三年，但茅台在这三年的收入和利润体量不跌反涨，反而进一步确立绝对龙头的地位，从中我们可以一窥公司的战略选择和经营策略。我们认为：

首先，稳定高毛利源于公司战略选择：不断强化塑造极致专一产品的独特性品牌价值，给予了茅台超越行业的毛利率。回顾贵州茅台 2001 年上市以来至今的年报可以发现，茅台的定位和品牌战略计划始终围绕“以茅台品牌为核心”、“聚焦酱香酒业务”、“高端白酒第一品牌”等表述。相比之下，其他高端白酒如五粮液和泸州老窖，产品线相对较为“臃肿”。

其次，经营策略决定了净利率的提升。对比五粮液，2001 年 茅台的毛利率 82%，五粮液的毛利率为 44%，两者相差接近 40%，但同期茅台的净利率为 21.15%，五粮液为 17.21%，两者相差 4% 不到；说明当时五粮液的费用率远低于茅台。但到了 2018 年，茅台的毛利率为 91%，五粮液的毛利率为 73%，差距拉进到 18%，但茅台的净利率为 51.37%、五粮液为 35.07%，两者差距被拉开到 16 个百分点以上，这说明在这期间茅台的期间费用率经历了大幅改善。具体来看：

（1）厂家主导的渠道模式，口头期权返利的销售模式直接体现为极低的销售费用率。茅台的销售费用率在全部白酒企业里面仅高于伊力特，极低销售费用的核心在于茅台对于经销商的话语权较大。再深入来看，相比于其他白酒上市公司，例如五粮液和洋河股份，销售返利直接体现在资产负债表或者利润表，茅台的口头期权返利的模式不会体现在资产负债表的其他应付款以及利润表的销售费用科目。

这里先简单展开讲一下白酒企业的销售返利的会计处理。现实生意中销售返利有多种形式，甚至同一个行业里，大家的做法也各不相同，茅台、洋河以及五粮液代表了白酒行业三种不同的销售返利处理模式，如下表所示：

表 3：三家白酒企业的返利政策梳理

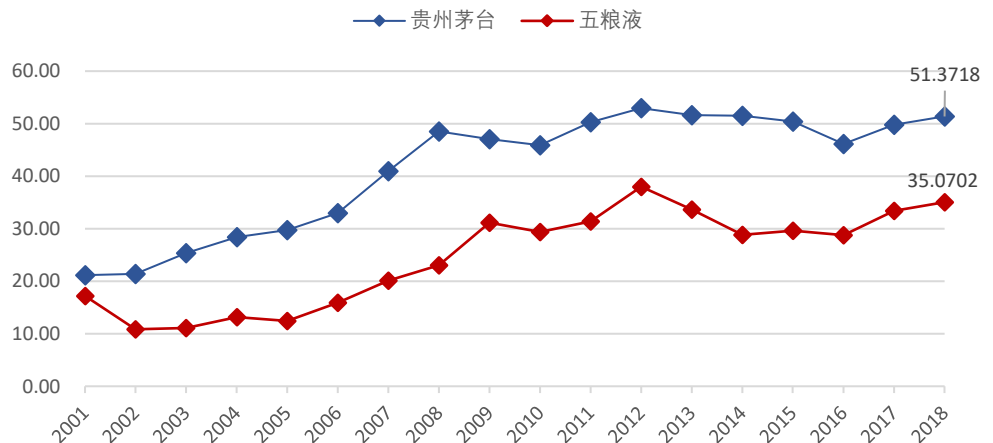
序号	公司	销售返利政策	体现的报表科目	财务指标表现
1	贵州茅台	口头期权返利：经销商完成任务后配给低价进货权	不体现	低营业收入、低毛利率、低销售费用率
2	五粮液	逐月实物返利：多确认收入、计提返利费用、不增加返利负债，当期计提，当期支付	当年利润表-销售费用	高营业收入、高毛利率、高费用率
3	洋河股份	次年返利：返利抵减收入、不计提返利费用、增加返利负债	当年资产负债表-其他应付款；经销商尚未结算的折扣	对财务指标无影响

数据来源：贤集网，Wind，公司报表，东方证券研究所

因此，最终的结果是茅台的销售费用率在历史上呈现长期下行态势，哪怕是在 2013-2015 年行业强烈调整、收入增速接近 0 的期间，销售费用率照样下降。

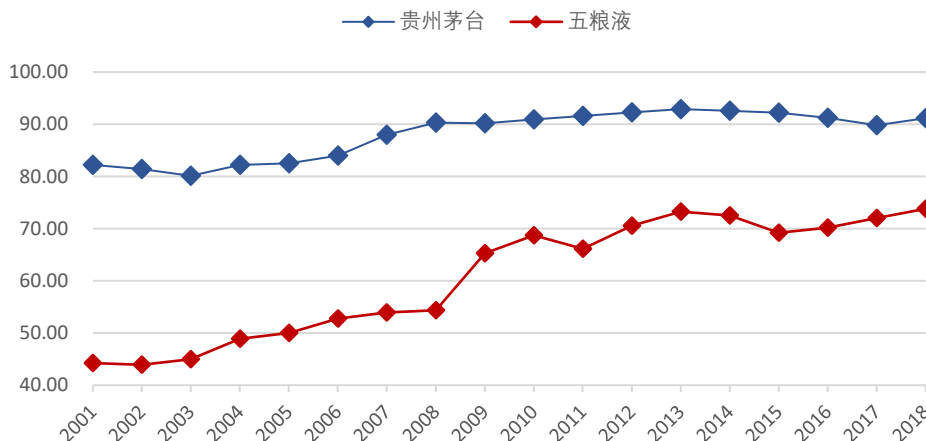
（2）管理费用率同样改善。管理费用率相比于历史高点也基本已经下降到一半左右的位置，虽然在行业下行的 13-15 年，管理费用率有所反弹，但随着行业再次步入景气周期，整体茅台的销售费用率再次下行。

图 19：茅台和五粮液的净利润率对比，%



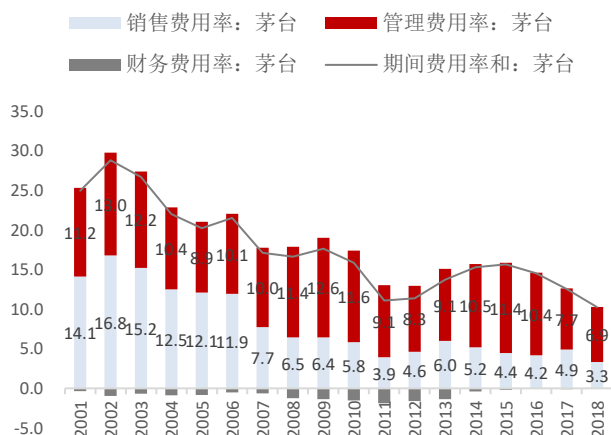
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 20：茅台和五粮液的毛利率对比，%



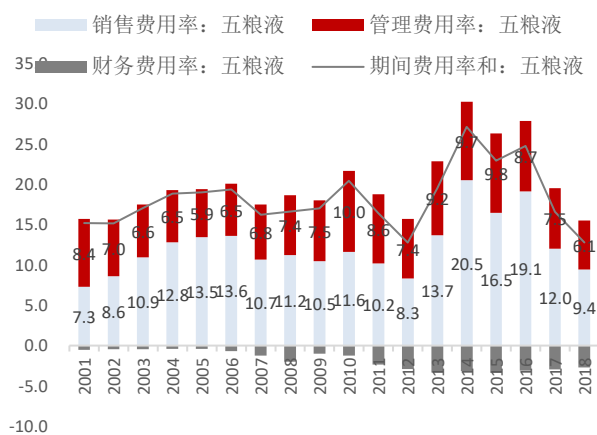
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 21：贵州茅台费用率拆解



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 22：五粮液费用率拆解



数据来源：Wind，东方证券研究所

总结：高利润率核心在于掌握全部的定价权

总结来看，我们认为净利润率和毛利率的最终核心还是定价权。无论是制造业企业，还是服务业企业，无论是上游中游还是下游，定价权都是利润率的核心。茅台作为一家消费品公司，几乎掌握了产业链全部的定价权：对上游、对经销商、对终端消费者，甚至是对行业的定价权，把白酒这一行业的财务特征发挥到了极致。

这种定价权的来源一方面商业模式背后的行业特性、产品特性，另外一方面也有企业自身发展战略和经营策略的选择，也有一些公司和行业是通过激烈残酷的竞争所获得。不断强化、巩固定价权，才能在行业当中保持长久的竞争力和提供给投资者稳定的回报率。

“极致优秀”利润表之：研发和销售费用“双轮驱动”之最——恒生电子

A 股有不少进行长期研发和销售费用投入的公司，比如四维图新长达 10 年的高研发费用投入，比如泛微网络 70% 左右的销售费用率。一些公司通过高研发和销售费用投入，收获了长期的收入和利润增长，也有一部分公司长期进行高投入，却难见实在的收入利润回报。

对于轻资产运营和可变成本占比较高的行业来讲，费用投入往往决定了企业的商业模式和发展方向。我们在《财务成本分析：追根溯源——2018.08.16》报告结论的基础上，将企业发展的驱动因子进一步分为六大类：

表 4：驱动因子分类

序号	分类	代表性行业
1	研发投入驱动型	计算机、创新药、生物药
2	高利润率驱动型	白酒
3	成本费用控制型	医药流通、零售
4	销售驱动型	中药、仿制药
5	规模效应型	机械制造、周期、农林牧渔
6	杠杆驱动型	金融、地产

数据来源：Wind，东方证券研究所

一般情况下，发生上述六类因子交叉的公司并不多。其中，研发投入驱动叠加销售驱动型的公司在科技和医药技术行业会非常牛逼，因为其销售可以获得研发和产品源源不断的支持。另一方面，在研发投入和销售费用均高企的情况下，还能实现利润规模的快速增长，说明企业已经步入相对收获期。

从 A 股过去十年的情况来看，我们筛选出了 2010-2019Q3 销售和研发双轮驱动最极致的公司——恒生电子。筛选的思路如下：

- 一、双轮驱动：十年销售费用率均值+十年研发费用率均值从高到低排名
- 二、销售和研发费用平衡：十年销售费用率均值/十年研发费用率均值小于 2 倍
- 三、利润体量相比于 10 年前明显增加，且大于 2 个亿
- 四、剔除数据不足十年的公司，剔除借壳股

最终我们可以得到，排名靠前的下列公司：

表 5：研发+销售费用率 A 股筛选情况

序号	代码	简称	销售费用率 均值，%	研发费用率 均值，%	研发+销售费 用率，%	销售/研发费 用比率	2019 年 Q3 净 利润，TTM， 亿元	2010 年以来净利 润年化复合增 速，%
1	600570.SH	恒生电子	23.80	35.57	59.37	0.67	10.88	19.52
2	002410.SZ	广联达	33.49	22.45	55.94	1.49	3.05	7.07
3	002405.SZ	四维图新	6.95	46.44	53.39	0.15	2.84	2.23
4	300369.SZ	绿盟科技	31.43	20.94	52.37	1.50	2.11	13.81

5	002439.SZ	启明星辰	29.28	21.04	50.33	1.39	5.48	27.87
6	600588.SH	用友网络	29.54	19.13	48.67	1.54	9.08	11.83
7	300033.SZ	同花顺	12.47	31.14	43.61	0.40	7.74	26.81
8	002230.SZ	科大讯飞	16.90	24.10	41.00	0.70	6.97	23.91
9	300059.SZ	东方财富	23.26	14.33	37.58	1.62	15.52	41.85
10	300113.SZ	顺网科技	17.93	14.66	32.60	1.22	2.32	19.87
11	002396.SZ	星网锐捷	18.33	13.33	31.65	1.38	6.59	18.92
12	300188.SZ	美亚柏科	16.23	15.13	31.36	1.07	2.22	20.61
13	002583.SZ	海能达	16.31	13.76	30.07	1.19	4.54	16.35
14	300253.SZ	卫宁健康	16.16	13.09	29.25	1.23	3.84	30.34

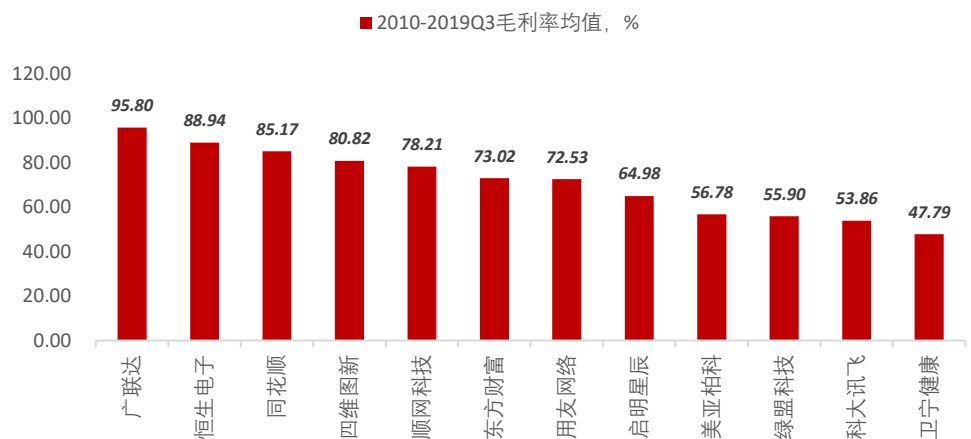
数据来源：Wind，东方证券研究所

其中，恒生电子排名第一。

双轮驱动背后：行业高毛利率是基础，但面对客户的议价权是皇冠明珠

我们从利润结果倒推来看，在高研发和销售费用投入下，还能实现利润的增长，首先需要较高的毛利作为基础。可以发现，表 5 中，除了个别公司（海能达和星网锐捷），其他均为计算机行业公司。虽然计算机行业本身的确具备高毛利率的特征（主要成本为人工成本，人工成本较多体现在费用而非营业成本），但表中计算机公司依然具备远超行业平均水平的高毛利率。

图 23：12 家公司 2010-19 年 Q3 毛利率水平，%



数据来源：Wind，东方证券研究所

由于计算机行业（特别是软件产品和服务）主要成本在于“人力成本”，而“成本”基本都体现在费用层面，因此计算机行业公司具备高毛利率的基础。

另一方面，如果无法保证定价的稳定性，稳定的高毛利率也无从谈起。图 23 公司基本均为各领域的龙头公司，对于下游客户具备一定的议价甚至是定价权，从强度来看，相对来讲 ToB 的定价权更高一些，ToC 和 ToG 次之，毛利率上来讲，也可以印证，ToB 业务为主的企业毛利率相对更高。业务基本均为 To B 的金融 IT 龙头恒生电子，占据到了议价权高地。

表 6：12 家计算机行业公司情况

序号	代码	简称	简介
1	600570.SH	恒生电子	金融 IT 全产品线龙头
2	002410.SZ	广联达	建筑信息化龙头
3	002405.SZ	四维图新	图商龙头
4	300369.SZ	绿盟科技	信息安全领域龙头之一
5	002439.SZ	启明星辰	信息安全领域龙头之一
6	600588.SH	用友网络	工业级 SaaS 领域龙头
7	300033.SZ	同花顺	互联网金融信息服务领域龙头
8	002230.SZ	科大讯飞	AI 领域龙头
9	300059.SZ	东方财富	互联网金融信息服务领域龙头
10	300113.SZ	顺网科技	网吧行业龙头
11	300188.SZ	美亚柏科	电子取证行业龙头
12	300253.SZ	卫宁健康	医疗 IT 龙头

数据来源：Wind，东方证券研究所

恒生电子——产品型公司边际扩张能力的极致

计算机软件产品和制造业产品存在最大的不同就是边际成本。“生产”多一份软件产品的边际成本几乎可以忽略不计，但多“销售”一份软件产品却需要一定的销售费用，新“开发”一款产品更需要较大的研发和人力投入。

因此，如何更有效提升边际扩张能力是核心。如果收入增速和毛利率水平，并未随着边际扩张过程中，研发和销售等人力成本投入的提升而提升，那么企业永远无法成为龙头。

恒生电子是将产品型公司边际扩张能力提升到极致的企业。具体来看：

一、所处的金融 IT 行业赛道较为特殊。从年报来看，恒生电子的主要业务包括传统的金融 IT 软件产品与服务，以及基于互联网、云计算等技术的创新 IT 服务。客户群体主要包括券商、期货公司、公募基金、信托公司、保险资管公司、银行、各类交易所、私募基金、三方理财销售公司等。金融 IT 行业的特殊性体现在：

（1）需求刚性。现代金融业的特征之一是对 IT 系统的高度依赖，业务开展和经营管理基本完全通过 IT 系统完成，金融创新及风险管控也主要通过 IT 技术手段实现。

（2）客户对成本敏感度相对较低，客单价高。金融行业是资本密集型的行业，同样也是国家经济的支柱性产业，高杠杆经营对成本支出敏感度相对较低。

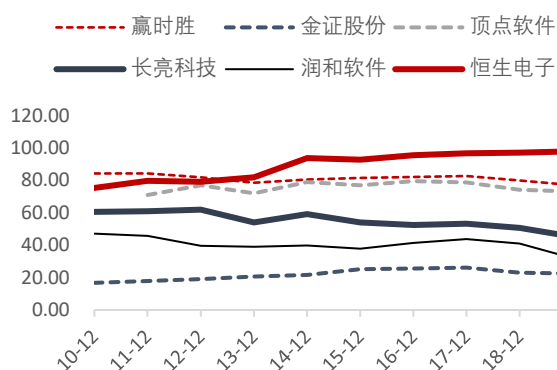
（3）行业进入壁垒高，客户粘性较强，定制化需求明显。后期的运维保障又需要跟金融 IT 厂商保持长期互动与合作，因此一旦达成合作金融机构一般不会更换供应商，对核心系统供应商更是如此。

二、扩张议价权的边界。公司的业务拓展路径较为清晰：从证券交易系统到基金和银行的投资管理系统，而后进一步拓展至大资管的财富管理领域。随着研发投入和技术创新的跟进，目前创新业务已经伸展到平台型云服务领域。议价权的边界扩展体现在：

（1）不断上升的毛利率。对比同行业的其他公司来看，恒生电子的毛利率呈现稳定的上升态势，这说明其产品在边界拓展的过程中，并没有以牺牲议价权的方式来获得客户。当然，相比于银行、保险等细分非标准化领域的金融 IT，大资管行业的确可以给予恒生更加市场化的定价议价模式。

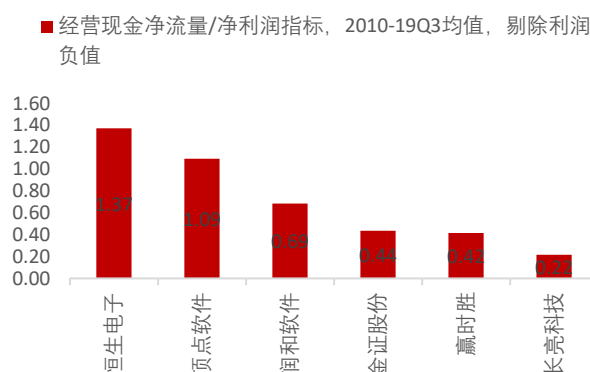
（2）现金流掌控力更好。除了利润率以外，包含净营运资金和 EBITDA 在内的经营现金净流量同样可以说明对（上）下游的议价权。具体来看，我们用经营现金净流量/净利润指标来衡量现金流的优异程度：可以发现，恒生电子的现金流指标表现在金融 IT 行业非常突出，剔除利润为负年份，历史均值达到了 1.37。

图 24：金融 IT 上市公司毛利率走势，%



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 25：OCF/净利润指标，历史均值，剔除利润负值



数据来源：Wind，东方证券研究所

三、恒生电子研发和销售费用平衡背后，是主动选择的结果。研发投入提供源源不断产品和服务的竞争力（产品价值），销售则是产品变现的关键一步（品牌价值）。因此理论来看，研发和销售费用平衡才是最健康的状态，但是金融 IT 行业却普遍存在“跛脚”的现象。

首先，金融 IT 行业公司销售费用率普遍较低，鲜有超过 12% 的销售费用率，但恒生电子的销售费用率高达 30%。具体来看：（1）金融 IT 行业由于其相对高的 To B 业务客单价、高客户集中度，因此整体销售费用率并不高；但是，过低的销售费用率可能意味着企业业务单一化风险过高，无法获得长期和更广范围的品牌认同感。（2）恒生电子整体的销售费用率要显著高于业内其他公司，主要原因就在于恒生电子主动扩展产品线，在做大的过程中，产品线一定是越来越复杂，并且逐渐平台化，打造自己的生态。

其次，金融 IT 行业的确普遍具有较高的研发费用率，其中恒生电子的研发费用率排名第一，且公司一贯基于稳健经营的考虑，全部费用化。从恒生电子历年年报来看，一个显著特点即是其不仅注重研发投入规模的重要性，更注重构建研发、管理和产品互相配合运作的体系：

（1）建立起三级研发构架体系。三级研发架构分工清晰：研发中心是核心，业务部门的研发团队提供第一线需求解决，恒生研究院是前沿、平台技术的“大脑”。

(2) 业务层级发展思路清晰。从 1.0 到 3.0 业务,基本上也代表了金融 IT 行业的发展历程: 1.0 业务模式是指向金融客户销售传统的软件,是收入主要来源;2.0 业务模式是指利用云计算和互联网,向金融客户提供 IT 及托管服务;3.0 则是更进一步上升到平台技术,收入模式为业务合作分成。

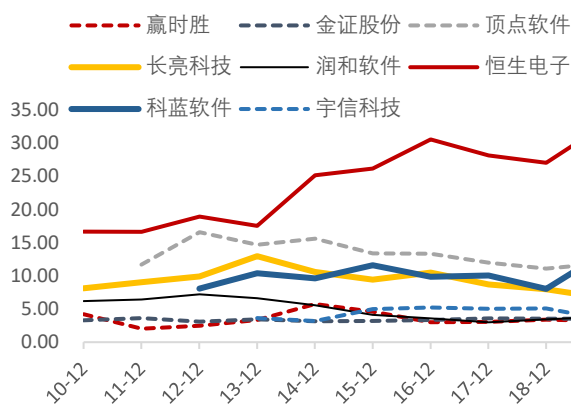
(3) 重视管理。早在 2011 年,公司就在事业部引入 BP 模式,提升管理和激励。并在产品管理引入 IPD 体系,率先应用在 2.0 业务中。

图 26: 恒生电子研发、管理体系构建历史

2010年	提升产品以及技术的复用,培育2.0: 1、各事业部和公司研发中心之间形成了更多的产品与技术的复用。2、研发过程始终贯彻公司产品化战略;3.重新梳理和优化产品管理体系: 培育恒生2.0业务。
2011年	引入更先进的内部管理体系: 事业部引入BP模式,提升管理和激励。产品管理引入IPD体系,并率先在2.0业务中运用
2012年	统一架构、开放平台策略: 逐步统一各产品线技术架构,从而实现客户全系统架构升级和系统整合工作。2012年公司进一步加大了在基础平台研发的投入。
2013年	以HOMS平台为主构建基于互联网的金融云平台: 公司建立了一整套安全完备的运营服务流程体系,整个服务体系由专职的运营团队与技术支持团队负责。
2014年	形成规模效应: 恒生产品的混业发展,恒生具备了实现技术复用和协同的能力,规模效应的特征更加显著。
2015年	3.0业务模式: 3.0业务模式是利用IT平台技术,提供技术互联互通,为金融客户的金融业务提供协同服务,公司的资源和研发会重点覆盖;同时拓展机器人投顾和区块链技术。
2016年	恒生研究院正式成立: 负责Fintech前沿技术和创新应用的研究,在高性能计算、大数据、人工智能、金融工程、区块链等领域成立专家工作室。
2017年	三级研发架构体系: 由恒生研究院、研发中心以及业务部门平台研发构成的三级研发架构体系,并进一步发展平台和前沿技术
2018年	金融科技公司,研发人员占比突破60%: 2018年公司的愿景更新为“成为全球领先的金融科技公司”。已经树立起较为成熟的研发和产品体系。

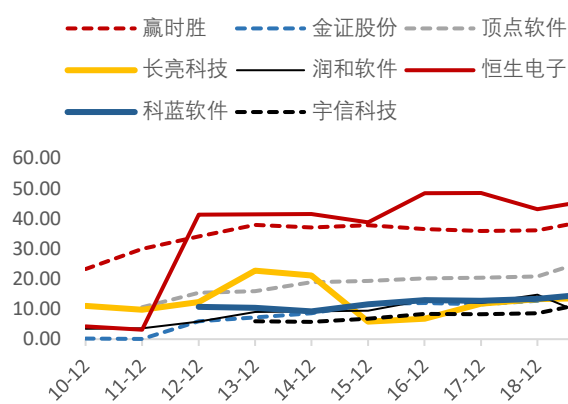
数据来源: 公司年报, 东方证券研究所

图 27: 金融 IT A 股公司销售费用率, %



数据来源: Wind, 东方证券研究所

图 28: 金融 IT A 股公司研发费用率, %



数据来源: Wind, 东方证券研究所

总结：突破行业“天赋” 桎梏，更上一个境界

总结来看，恒生电子虽然处于金融 IT 这一较为优秀的行业赛道，但其“销售+研发”双轮驱动模式依然让人印象深刻。

（1）虽然行业本身的特性会给予公司一定的“财务指标指标天赋”，例如软件行业天然的高毛利率、金融 IT 天然的低销售费用率，但若想做成行业龙头，必须在天赋基础上突破行业的桎梏。恒生电子通过投入显著高于行业的销售费用，完成了产品边界的不断拓展和迭代，化解企业业务单一化风险，获得客户长期和更广范围的品牌认同感。而毛利率来看，恒生电子通过不断的研发投入，拓展产品的竞争力，保证了毛利率的平稳上行。

（2）研发并不是看投入规模那么简单，费用支出最终是为产品边际扩张服务。恒生电子不仅注重研发投入规模的重要性，更注重构建研发、管理和产品体系的重要性，因此我们可以看到其双轮驱动的“研发驱动”效率效果可以直接在利润、毛利率等方面体现出来。

风险提示

- 一、行业技术和格局发生重大改变，可能使得原有的商业模式被颠覆。
- 二、产业政策发生重大变化，行业红利提前消失，行业天花板提前显现。
- 三、中国经济增速出现超预期的下滑，带来相关上市公司盈利增速和 ROE 水平出现较大波动。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

