

上市公司 财报分析

李国强 李秀玉 著

清华大学出版社
北京

内 容 简 介

为了帮助广大投资者和财务工作者了解上市公司财务报告，本书全面阐述了财务报告的架构、内容、分析模式，以及上市公司在财务报告中披露的业务范围、经营导向、业绩趋势等，详细介绍了如何通过财务报告甄别企业的基本面，从而帮助投资者充分了解被投资企业的经营情况和财务状况，学习财务报告的编制技巧，协助投资者在投资前做好必要的准备工作。本书分析了大量上市公司真实案例，引导投资者通过阅读财务报告来排除质地不佳的企业，选择成长性、盈利能力向好的企业。

本书实用性强，既是投资者按图索骥地分析企业基本面的财报拆解宝典，又是财务人员的财务报表分析案例集，亦是企业高管了解上市公司财务运作的实用手册。

本书封面贴有清华大学出版社防伪标签，无标签者不得销售。

版权所有，侵权必究。举报：010-83470000，beiqinquan@tup.tsinghua.edu.cn。

图书在版编目（CIP）数据

上市公司财报分析 / 李国强, 李秀玉著. -- 北京: 清华大学出版社, 2025. 9.
ISBN 978-7-302-70268-9
I. F276.6
中国国家版本馆 CIP 数据核字第 2025QG0385 号

责任编辑: 张立红

封面设计: 钟 达

责任校对: 卢 嫣

责任印制: 宋 林

出版发行: 清华大学出版社

网 址: <http://www.tup.com.cn>, <https://www.wqxuetang.com>

地 址: 北京清华大学学研大厦 A 座 邮 编: 100084

社 总 机: 010-83470000 邮 购: 010-62786544

投稿与读者服务: 010-62776969, c-service@tup.tsinghua.edu.cn

质 量 反 馈: 010-62772015, zhiliang@tup.tsinghua.edu.cn

印 装 者: 河北盛世彩捷印刷有限公司

经 销: 全国新华书店

开 本: 148mm×210mm 印 张: 9.25 字 数: 240 千字

版 次: 2025 年 11 月第 1 版 印 次: 2025 年 11 月第 1 次印刷

定 价: 68.00 元

产品编号: 108512-01

前 言

《上市公司财报分析实战》刚刚出版的时候，有读者朋友加了我的联系方式，非要表示感谢。原来，我在书中写的华信国际的案例，对投资进行了预警，让他及时止损。

这本书成书于 2017 年，以 2016 年的年报数据为主，经过出版社严格而漫长的审校，读者买到的时候已经是 2019 年 1 月了。

为什么 2016 年的数据还能指导 2019 年的投资？

这就是财报的迷人之处：历史的经营数据有着遥遥领先的预测能力。

其实不仅华信国际，书中提到的绵石投资、暴风集团、凯迪生态、雪莱特等多家上市公司，在 2016 年的时候还都如日中天，如今已经退市或者被借壳。

如果采用本书的分析逻辑去看上市公司的财报，大概率能在暴雷前发现端倪，从容离场。书中提到的优质上市公司的财务指标特点，如果能够融会贯通地应用，同样也能指导价值投资，使人受益匪浅。

本书的由来

正在西安交通大学读 MBA 的朋友告诉我，他的教授在讲课时引用了《上市公司财报分析实战》里的案例。巧合的是，正在山东大学读博士和在浙江工商大学读 MPA 的朋友也告诉我，在课外阅读

上市公司财报分析

推荐表里，看到了这本书。陆陆续续有很多在大学生校园的同学或者老师朋友跟我说，《上市公司财报分析实战》是他们学校图书馆里比较受欢迎的书籍。作为拥有 200 多万粉丝的财报分析领域“大 V”，我平时在和粉丝交流的时候，也会推荐大家了解这本书的知识点。但大家在使用这本书指导投资和学习的同时，都有一个相同的遗憾：这本书的案例太旧了。

最近几年来，中国资本市场风起云涌，相关的制度建设也日益完善。2017 年，新收入准则（《企业会计准则第 14 号——收入》）颁布；2019 年，科创板开市；2020 年，退市新规实施；2020 年，新证券法（《中华人民共和国证券法》）执行；2023 年，注册制全面推行……

为了紧跟时代的脉搏，我找到我的学术合伙人，山东财经大学的李秀玉教授，商议对原书的案例、数据进行更新，并补充最新的更有代表性的上市公司案例。

在这个信息爆炸、知识迭代加速的时代，每一个领域的知识更新都如同资本市场的波动一样，既充满挑战，又蕴含无限机遇。《上市公司财报分析实战》面世以来，获得了广泛好评与热烈反响，不仅成为投资爱好者学习财报分析的入门工具书，同时也成为了众多高校图书馆中的热门读物。它不仅见证了无数学子在财务管理与投资分析领域的成长足迹，也为实践者提供了宝贵的参考与指引。然而，正如您所感知的，时间的车轮滚滚向前，中国资本市场在这数年间经历了翻天覆地的变化，催生出一系列新的规则与挑战。

面对这一现实，我们深刻意识到，一本优秀的书不应仅仅是一次性的知识传递，而应是与时同行智慧灯塔。因此，《上市公司财报分析》应运而生，旨在紧跟中国资本市场发展的步伐，为读者提供最新、最实用的财报分析工具与案例研究。

自本书前身《上市公司财报分析实战》出版以来，中国资本市场步入了快速变革期。从新收入准则的颁布到科创板的设立，从退市制度的完善到新证券法的实施，再到注册制的全面推开，每一项

改革都是中国资本市场迈向成熟与国际化的重要里程碑。这些变化不仅影响着上市公司的经营策略与财务报告，也深刻改变了投资者的分析框架与决策逻辑。在此背景下，原书的案例与数据亟需更新，以反映这些变化带来的新视角与新挑战。

在《上市公司财报分析》中，我们对原书的案例进行了大规模的数据更新，除了 A 股历史上著名案例继续保留外，确保每一份案例均基于近几个财年的公开报表。这一举措不仅让读者能够接触到前沿的市场信息，更能够通过这些鲜活的数据，理解当今资本市场的新动态与新趋势。

针对近年来颁布的新会计准则，我们不仅详细梳理了其核心内容与影响，还特别选取了一批符合新准则要求的上市公司作为案例，进行深度剖析。这不仅有助于读者理解新准则的实质与应用，更能通过实战演练，提升应对复杂财务报表的分析能力。

考虑到科创板的设立及注册制的全面推广对于资本市场结构与企业价值评估带来的深远影响，本书通过精选科创板企业的案例，展现新兴行业特征下的财报特点与分析技巧，为读者提供独特的学习资源。

本书全面地介绍了上市公司的财务报告，以资产负债表、利润表、现金流量表和所有者权益变动表 4 张核心报表为基础，并结合实例拆解上市公司的实际经营情况和业绩情况，力求让读者学完本书之后能掌握分析财务报告的能力。

本书的特点

（1）内容丰富，案例翔实。

全书共分 12 章，采用传统的财务报告顺序进行讲述。内容几乎涉及了上市公司财务报告的各个方面。

（2）循序渐进，深入浅出。

除资产负债表平衡一节外，全书没有出现一笔会计分录，这大大方便了非财经专业的读者。对于很难理解的财务术语，均通过简

上市公司财报分析

易通俗的语言进行讲解，并辅以上市公司的实际案例进行说明。在帮助读者了解基本概念的同时，本书也提出了更为专业的分析方法，帮助读者进行提升。

（3）格式统一，讲解规范。

本书中的每个财务报表项目都以实例讲解，分别对该项目的概念、报表编制以及可能对股价产生的影响进行分析。

（4）对比讲解，便于理解。

由于财务报表项目众多，很多读者无所适从，无从下手。对于复杂的报表项目，本书通过对比讲解的方式，帮助读者解决这个问题。通过多个上市公司的案例综合对比，读者可以获得更深入的理解。

（5）案例精讲，深入剖析。

根据作者团队多年的工作经验，本书从编制报表、审查报表和利用报表分析股价等方面全方位剖析案例。所以与其他同类书籍相比，本书的着眼点虽然浅显易懂，但是从深层次分析了这些案例背后的动机和原因，让读者有整体把握。然后通过对知识点的详细讲解，使读者可以真正掌握财务报告的精髓。

（6）紧跟时事，及时更新。

在本书前身的基础上，更新了全部案例的财务数据，结合新发布的会计准则对部分案例进行了修订和替换，新增和修改内容超3万字。

本书的内容结构

本书共12章，主要章节规划如下。

第一章 初识财报

讲述了对财报的基本认识、财报的构成等基础知识。

第二章 资产负债表部分

讲述了财务报告中资产负债表的内容，包括货币资金、

三项债权、固定资产等。

第三章 利润表部分

讲述了财务报告中利润表的内容，包括营业收入、营业成本、销售费用和管理费用等。

第四章 现金流量表部分

讲述了财务报告中现金流量表的内容，包括经营性现金流量、投资活动产生的现金流量、筹资活动产生的现金流量等。

第五章 如何阅读所有者权益变动表

讲述了财务报告中所有者权益变动表的内容。

第六章 附注里的干货

财务报告的附注中，往往隐藏着很多主要指标里看不到的真相，本章教会读者从附注里发掘企业的投资价值。

第七章 从财报中读懂经营

讲述财务报告里潜伏的营业范围、行业趋势、经营方向、行业地位等内容。

第八章 报表人员的“财技”

我以 10 年上市公司财报制作经验现身说法，讲述财报制作人员是如何“修饰”财报的，以及“修饰”财报背后的目的。

第九章 财报的综合分析

讲述如何使用多种财务分析方法来分析企业，包括同行业对比法、传统财务分析法、杜邦分析法和 EVA 分析法。

第十章 特殊行业的特殊分析

对房地产、零售、生物医药及高科技企业的财务报告进

行单独分析。

第十一章 年报是本故事书

介绍几份有趣的上市公司年报，原来年报不是那么的枯燥乏味。

附录 10 分钟看年报

教你如何用 10 分钟快速看完一份一两百页的财报。

本书由浅入深，从理论到实践，尤其适合零基础读者逐步学习和完善自己的知识结构。

适合阅读本书的读者

- ◎ 希望了解财报的新手
- ◎ 广大投资者
- ◎ 财务入门者
- ◎ 上市公司财务人员
- ◎ 企业管理者

目 录

第 1 章 初识财报 / 1

- 1 对财报的认识 / 1
- 2 财报的框架和结构 / 2
- 3 季报、半年报和年报的异同 / 6
 - 年报需要进行更多的数据调整 / 7
 - 年报内容比中报更加翔实 / 8
- 4 合并报表和母公司报表 / 9

第 2 章 资产负债表部分 / 10

- 1 货币资金——现金为王 / 10
 - 不差钱的绩优股们 / 11
 - 如何筛选缺钱的公司 / 12
 - 警惕附录里的特殊项 / 13
 - 如何通过货币资金排雷 / 13
- 2 三项债权里的坏账准备——财务人员的良心账 / 14
 - 前后矛盾的坏账准备 / 16
 - 收购来的债权就不用计提坏账准备了吗 / 18

- 应收账款的变迁 / 20
- 3 藏在存货里的利润 / 23
 - 存货这把双刃剑 / 25
 - 库存周转天数远超行业平均值 / 30
- 4 固定资产折旧年限的奥秘 / 32
 - 重资产企业的利润修饰 / 34
 - 还有这种操作？调低折旧年限 / 36
 - 综合折旧率 / 37
 - 监管层的责任 / 38
- 5 在建工程里的是与非 / 39
 - 在转资时间上玩点花样 / 40
 - 从电脑业务到房地产业务的中国长城 / 41
 - 一半资产都是在建工程 / 42
- 6 长期股权投资——企业经营的方向盘 / 43
 - 长期股权投资体现了企业的投资导向 / 44
 - 长期股权投资的成本法和权益法 / 45
 - 来自参股公司的投资收益至关重要 / 46
 - 长期股权投资的特例：债转股 / 48
- 7 看不见的生产力——无形资产 / 50
 - A 股上市公司无形资产的总量和比例 / 51
 - 无形资产的含金量 / 51
 - 无形资产对科技公司的重要性 / 52
 - 投资者的选择 / 54
- 8 商誉——初看很美 / 54
- 9 借款迷雾——短期借款和长期借款的区别 / 62
 - 短期借款和长期借款的优劣 / 63

乐视网的借款构成 / 64

10 三项债务 / 67

越不变越安全：应付账款 / 67

最幸福的负债：合同负债和预收账款 / 67

最不清不白的负债：其他应付款 / 68

11 什么是所有者权益 / 70

12 为什么资产负债表一定是平衡的 / 74

第 3 章 利润表部分 / 78

1 企业的核心——营业收入 / 78

房地产企业的收入虚增 / 79

资金“体外循环”伪造收入 / 80

十几家上市公司被卷入的收入造假案 / 82

2 核心的代价——营业成本 / 84

国电电力的销售毛利率和净利率 / 85

国电电力的成本构成 / 87

供给侧结构性改革和混合所有制改革对国电电力的影响 / 89

3 透过管理费用和销售费用看企业管理能力和营销能力 / 90

销售费用、管理费用和研发费用的指标应用 / 91

来自销售费用和管理费用的警告 / 93

研发费用是把双刃剑 / 94

4 重资产、轻资产的差异——折旧费与无形资产摊销 / 96

折旧的占比 / 96

折旧新政与新政受益者 / 97

轻装上阵 / 98

- 5 从资产减值损失说起 / 99
 - 不善用资产减值损失科目的会计不是好会计 / 100
 - 电子配件行业资产减值准备之雷 / 101
- 6 融资的成本——财务费用 / 104
 - 融资成本过高的企业——财务费用超过净利润 / 104
 - 财务费用为负数的企业 / 105
- 7 那些“不务正业”的公司们 / 107
 - 盘根错节——谋取投资收益 / 108
 - 雾里看花——靠政府补贴装饰财报 / 109
 - 资本盛宴背后——非经常性损益 / 112
 - 苏宁系债务重整——靠“老本行”扭亏为盈 / 119
- 8 税金及附加 / 123
- 9 交完税还有税——所得税 / 124
 - 企业所得税的计算依据 / 124
 - 把利润藏在所得税里——递延所得税调整 / 125
- 10 营业利润、利润总额、净利润和扣非净利润 / 127

第4章 现金流量表部分 / 134

- 1 生意的好坏——经营活动产生的现金流量 / 134
 - 经营活动产生的现金流入 / 135
 - 经营活动产生的现金流出 / 136
 - 经营活动产生的现金流量净额 / 137
- 2 资产的多寡——投资活动产生的现金流量 / 137
 - 投资活动现金流入 / 137
 - 投资活动现金流出 / 139

投资活动产生的现金流量净额 / 139

3 借钱的能力——筹资活动产生的现金流量 / 140

上市公司的融资方式 / 140

现金流量表实例：海尔智家 / 141

4 为什么现金流比利润还要重要 / 143

占用供应商贷款带来的现金流 / 143

传统零售行业的“新零售”之路 / 146

现金流相对于净利润的重要性 / 147

第 5 章 如何阅读所有者权益变动表 / 149

1 所有者权益的分类 / 149

2 所有者权益变动表中的变动部分 / 150

第 6 章 附注里的干货 / 152

1 如何看附注 / 152

附注的结构 / 152

附注的重点关注对象 / 154

2 通过大客户清单看穿坏账准备 / 156

疑似关联方的大量坏账——泰山石油 / 156

突然增加巨额坏账准备的格力 / 158

警惕大量转回坏账准备的现象 / 159

3 剪不断理还乱的关联交易 / 160

4 交易性金融资产——有闲钱买理财的都是好公司 / 164

5 供应商、客户清单里的关联方 / 168

6 错综复杂的子公司列表 / 171

第7章 从财报中读懂经营 / 177

- 1 从公司简介里了解营业范围和行业趋势 / 177
 - 让人无所适从的公司名 / 177
 - 那些名不副实的上市公司 / 178
- 2 从高管名单里读出企业的经营方向 / 181
- 3 从股东构成里读到上市公司的行业地位 / 183
 - 十大股东明细里的行业大佬们 / 183
 - 谁在不断地悄悄减持? / 184
- 4 从资产负债表项目里读透经营导向 / 186
 - 轻资产企业与重资产企业 / 186
 - 专业化经营企业与多元化经营企业 / 187
 - 低杠杆企业与高杠杆企业 / 188
 - 行业相对强势企业和行业相对弱势企业 / 189

第8章 报表人员的“财技” / 190

- 1 如何揣度“粉饰”财报的动机 / 190
- 2 事务所审计过的报表就是真实的吗? / 192
 - 美妙的入账规则 / 192
 - 事务所的斗智斗勇 / 194
- 3 所得税费用竟然是负数 / 195
- 4 一定要留意交易所的问询函 / 200
 - 经营活动产生的现金流量净额和净利润不匹配 / 200
 - 研发投入资本化 / 201

- 递延所得税资产 / 202
- 企业并购相关问题 / 203
- 关联交易 / 203

第 9 章 财报的综合分析 / 205

1 同行业对比法 / 205

- 与行业龙头相比 / 205
- 营收增长是否符合行业主流 / 206
- 净利润保持稳定 / 207
- 充裕的现金流 / 208
- 需要警惕的指标 / 208

2 传统财务分析法 / 210

- 基本指标 / 210
- 财务指标 / 212

3 杜邦分析法 / 214

- 销售净利率 / 214
- 资产周转率 / 215
- 权益乘数 / 215
- 杜邦分析法的优劣 / 215

4 EVA 分析法 / 219

- EVA 的定义及计算公式 / 219
- EVA 的意义 / 221
- EVA 指标的具体应用 / 221

第 10 章 特殊行业的特殊分析 / 223

- 1 房地产行业的资产负债率 / 223
 - 融创中国的资产负债率和净负债率 / 224
 - 房地产企业负债的构成 / 225
 - “三道红线”对房地产企业的影响 / 226
 - 其他高资产负债率的行业 / 227
- 2 零售业的现金流——艰辛的新零售之路 / 227
 - 盈利能力不断下降 / 228
 - 处置子公司难以弥补亏损 / 230
 - 占用供应商贷款带来的现金流 / 231
- 3 生物医药企业的毛利率 / 231
 - 超高毛利率的生物医药行业——令人咋舌的我武生物 / 232
 - 生物制药企业的无底洞——研发费用和销售费用 / 233
- 4 高科技企业的研发费 / 234
 - 持续高投入进行研发的恒生电子 / 235
 - 研发费用资本化的利弊 / 237

第 11 章 年报是本故事书 / 239

- 1 用股权质押偷换概念 / 239
- 2 不自量力的股权回购 / 241
- 3 关联交易的那些事儿 / 245
- 4 上市公司的奇葩赠品 / 249
- 5 史上首个 1 元退市股 / 252
- 6 PPP 行业也不好做 / 256
- 7 被时代绞杀的老牌传统企业 / 260

8 上市体系外的玩法 / 262

9 一千零一个议案 / 267

附 录 / 270

10 分钟看年报 / 270

第 1 章 初识财报

许多大师级的投资者都会强调要看财报，但是学会看财报本身，并不能直接指导投资。由于资本炒作的内在逻辑比较复杂，短期内企业业绩并不一定与股价直接匹配。财报最大的价值是用来排雷，一个企业经营的情况、偿债能力与盈利能力、业务概况、所在行业的趋势、股东的构成、经营导向等信息，都“潜伏”在财报里。

1 对财报的认识

如果说巴菲特是股神第二，恐怕没有人敢称第一。对于财报，巴菲特说过：“别人喜欢看《花花公子》杂志，而我喜欢看公司财务报告。”由此可见财报对于投资者的重要程度。

但是学会了看财报，就一定会炒股了吗？我有朋友供职于某上市公司，在财务部门工作，可以说对自己公司的财报了然于胸。在公司业绩狂飙的上升期，他信心百倍地买了公司股票，结果第二天股价就一泻千里，然后他被深深地套牢了，当时正是大盘 6000 点的时候。从他投资失败的例子看，懂财报也不一定能用来指导炒股。

那么，既然不能直接用来炒股，财报的价值是什么呢？财报可以帮你“排雷”，却无法告诉你股价。市场上有 5000 多家可以投资的企业，为什么要投资风险大的那家？这才是看懂财报的意义。

随着监管层对股市的规范管理，一直以来饱受诟病的 A 股市场渐渐从“投机”变成了“价值投资”。于是，基本面成了一家上市公司值不值得投资的必要因素之一。财报里藏有“地雷”甚至财务数据经过篡改的公司，逐渐被投资者抛弃；机构投资者依靠专业的分析团队找出蛛丝马迹，为了资金安全，会尽量避开这种公司，从而影响这类公司的股价；而对于财报业绩好、经营局势明朗的公司，再加上点消息和概念，资金就有可能去追捧。

所以，财报不能反映股价，但股价的变动却能反映财报的情况。作为投资者，尤其是散户，通过财报来排雷，是必不可少的功课之一。

或许会有人说，上市公司有那么多，有些公司的报表错综复杂，怎么看得过来呢？其实对于这个问题，只要学一点财报知识就会有答案——财务报表其实并不难理解，只需要有小学数学水平就可以看懂。学会看财报后，我们可以按图索骥，关注业务简单稳定、有持续竞争优势并且盈利持续稳定的公司。

如果某些公司的财报真的有非常复杂和难以理解的内容，那就不要关注这家公司了。我们不要挑战自己理解能力之外的投资对象，就连巴菲特也有类似观点：放弃那些盈利很不稳定、很难预测的公司。

因此，我对财报的认识，就是帮助你寻找龙头，而不是水龙头。

2 财报的框架和结构

我们拿到一份上市公司的财报，通常是 PDF 格式的（如果你有渠道拿到盖着红戳的纸质版，那你一定就职于某事务所了），普通投资者获取财报的渠道通常是各大财经网站或者该上市公司的官方网站。

通常财报从第一页开始到最后，一共分为十部分（根据监管要求，上市公司财报格式会不定期微调，本书以 2023 年年报为例），

除了目录中的十节，最重要的是目录之前的“重要提示”。

大部分上市公司的年报里，这一部分通常是平淡无味的，绝大多数都会有这么一句话：“××会计师事务所（特殊普通合伙）为本公司出具了标准无保留意见的审计报告。”但是，如果这里出现了眼前一亮的表述，那就要睁大双眼了。

比如，*ST 佳沃 2023 年财报的重要提示里有这么一句：

“信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）对本公司出具了带持续经营重大不确定性段落的无保留意见审计报告。本公司董事会、监事会对相关事项已有详细说明，请投资者注意阅读。”

这句话有点拗口，但是说明了这家公司的财务报告是不能完全被事务所认可的。如果你想买这家公司的股票，看到这种提示，还是仔细斟酌一下吧。

在重要提示之下，便是整份年报的目录，以 2023 年中国证监会的披露要求为例，共计十节。

目录

- 第一节 重要提示、目录和释义
- 第二节 公司简介和主要财务指标
- 第三节 管理层讨论和分析
- 第四节 公司治理
- 第五节 环境和社会责任
- 第六节 重要事项
- 第七节 股份变动和股东情况
- 第八节 优先股相关情况
- 第九节 债券相关情况
- 第十节 财务报告

上市公司财报分析

我们逐个过一遍这十节的要点，掌握了前后顺序以及各节的重点内容后，就可以快速浏览年报了。

（1）重要提示、目录和释义。

这一部分主要用来表述年报中提到的一些公司、机构、行业专有名词的简称和详细说明。

（2）公司简介和主要财务指标。

本节用来罗列该上市公司的介绍、注册地、法人代表等基础信息。

另外，放在本节的主要财务数据十分关键，对于需要极快速了解财务信息的投资者，可以只看这一部分数据。

看完营业收入、净利润以及和上年同期数的对比，再确认一下非经常性损益项目与净利润的比例，基本就可以确定该公司的基本面是否乐观了。

（3）管理层讨论和分析。

本节主要介绍行业发展情况和公司核心业务情况，并对经营情况进行分析和介绍。

我们经常在看到一些上市公司的简称后一脸茫然，对它的业务范围看得云里雾里，在投资的时候可能搞不清楚它的主营业务。比如莲花健康，初看像是一家做健康设备的公司，但在年报的公司业务简介部分，看到业务描述是这样的：本公司主要业务为生产销售味精、鸡精、面粉、谷朊粉等，属于食品制造业。

这不是味精厂吗？莲花味精多有名啊，干嘛非要叫莲花健康？

本节还可以用来区分“碰瓷”各种概念的公司，比如曾经流行的稀土概念，在各股票软件中，都把鸿业兴达列了进去。但是仔细看这家公司的年报，会在经营情况讨论与分析这部分发现，这是一家主营 PVC 管的企业，稀土业务只占其营业收入的 2%，市场上稀土价格的变动对它实际经营的影响是微乎其微的。

(4) 公司治理。

主要介绍公司股东大会、董事会、监事会和经营管理层组成的公司治理结构，包括是否召开了股东大会、董监高名单、股权激励情况以及员工人数和构成等内容。

高管的持股变动情况及报酬情况有什么意义呢？对于一些依赖技术的企业来说，高管的工作履历和背景是非常值得参考的资料。某上市房企，高管清一色的做粮油和党政出身，这样的企业在房地产市场不断折戟几乎是必然的。而某制造企业，高管中相当比例都是相关专业的硕博研究生，那么这家企业卧薪尝胆，最终研发出高技术壁垒的产品也是情理之中了。

(5) 环境和社会责任。

很多上市公司从事的业务受到严格的环保监管，相关排放、污染以及处罚等情况会在此处列出。

(6) 重要事项。

正如这一节的题目，整份年报中最重要的事项都会罗列在此。包括重大的资产重组、并购、投资、利润分配、股本变动以及事务所出具的保留意见等。

重要事项内容越多，越需要打起精神来看。

(7) 股份变动及股东情况。

财报是投资者了解股份和股东变化情况的重要途径，而这些内容均体现在本节。

(8) 优先股相关情况。

本节用来表述优先股的相关内容。

(9) 债券相关情况。

如今上市公司通过债券融资的越来越多，本节用来披露相关信息。

(10) 财务报告。

一份财报的核心部分就在于此，资产负债表、利润表和现金流

量表是整套年报的核心，企业一年的经营情况均体现在财务报告中。

在了解了财报的框架结构后，下一步我会带领大家一步一个脚印地深入财报，从财报中读出有价值的东西，为投资提供必要的决策支持。

3 季报、半年报和年报的异同

如果问起来，我从事财务报表工作 10 年，体会最深的是什么？我认为，莫过于出具公司上市第一年的年报了。公司财务部包了一个快捷酒店的会议室，和十几个分公司的报表人员通宵达旦，在酒店加班一个礼拜。做完报表从酒店出来的时候，已经不知道那天是几月几号周几了。

我在脱离财务岗位许多年后，向朋友说起这件事的时候，朋友一脸疑惑地问我：财务人员需要加班吗？

很多人想象中的财务人员，坐在宽敞的办公室里，沏一壶茶，打开报纸，偶尔有人过来报销，聊聊天，就是一天。然而绝大多数上市公司的财务人员，却坐在办公室的格子间里，盯着电脑屏幕里的各种 Excel 表格，疯狂地加班加点，拿着各种单据盲敲小键盘。到了月底或月初，不管是五一、国庆还是春节，财务人员都无一例外地要加班出报表。过完节不行吗？当然不行，上市公司的报表出具是有严格时间限制的，你想让老板收到中国证监会的询证函吗？这些时间点经过层层加码，倒推到报表人员那里，通常就成了每月的月初某一天。大型集团企业，为了能提前几天完成报表，会斥资数亿元提升内部网络和财务信息系统，并通过集中核算、财务共享中心等体制改革，从 7、8 号提前到 3 号。

我在财务岗位待的 10 年，每一个元旦都在加班中度过，有一年，公司降本增效，下班后停空调，我裹着羽绒服在零下几摄氏度

的办公室通宵出报表。那么问题来了，财务报表只有年底才出吗？为什么如此声势浩大？是不是出完年报，就可以放假了？

如果你有留意上市公司的公告，会发现所有上市公司至少有 3 种财报：季报、半年报和年报。这些财报有什么联系和异同呢？

以我编制过的报表为例，年报通常有 300 多张（没错，单位是张，有数万行表格，虽然部分主表可以通过系统自动计算生成，但大部分需要手工整理录入），半年报 100 多张，季报与半年报一致，月报有三四十张。

年报需要进行更多的数据调整

与季报、半年报（两者都可称为中报，即非年度报告）相比，年报的调整次数非常频繁。年末结账后，进行七八次报表数据调整是非常正常的，并非为了“修饰”数据。主要原因是年底工作非常繁忙，难免发生一些重大的纰漏。比如分子公司之间对账错误、投资计划误入新年度、漏提各种减值准备、存货成本计算出现偏差、部分基层网点数据漏统计等，这就需要不断地做调整。

公司财务部门年报编制完毕后，并不会马上发布公告。细心的投资者可能会发现，绝大部分年报都是 3、4 月份发布，与 1 月相去甚远，用得着那么紧张吗？

其实财务人员在 1 月初完成年报后，会迅速投入新财年的繁重工作中，需要编制新一年的预算，分析、分解年度指标。年终决算会影响 1 月份预算数据的录入效率，各基层网点拿着发票“嗷嗷待报销”，供应商也勒紧裤腰带，耐心等着财务打钱。等各项工作都忙得差不多了，1 月份就要结束了，这时候就要加班出 1 月份的月报了。那年报呢？总部财务部汇总、分析完了，然后年报就在那放着。放着干什么？

直到 3 月份，会计师事务所开始进驻各分 / 子公司的财务部门，对上年度的年报进行审计。核实收入成本，核查银行存款、往来款

项，抽查库存情况，盘点资产……

事务所出具审计报告后，上年的财报就可以发布公告了，此时通常到了3月下旬甚至4月份。而中报不需要这样的调整。

年报内容比中报更加翔实

一份上市公司的年报动辄上百页甚至二三百页，内容非常庞杂，但是季报和半年报通常只有寥寥几页，除了主要报表外，解释的部分就很少。

不管是年报，还是季报、半年报，财报的核心均为4张财务报表：资产负债表、利润表、现金流量表、股东权益变动表。

为了向投资者披露更详细的信息，年报会将公司的业务、发展、公司治理等信息发布在年报上，但是这些附加信息就不会体现在季报和半年报中。同时，为了更好地解释年报中重大项目的数据，中国证监会要求披露年报的财务报表附注，将这些项目的明细罗列出来。季报和半年报没有这些要求，因此就显得单薄一些。

年报是经过审计的财报。根据监管要求，上市公司的年报是需要经过事务所审计方可披露，而中报的披露就比较宽松，公司出完就可以公告了。

审计和未经审计有什么区别呢？

几乎所有的财报都会有这样一句话：

“本公司董事会、监事会及董事、监事、高级管理人员保证年度报告内容的真实、准确、完整，不存在虚假记载、误导性陈述或重大遗漏，并承担个别和连带的法律责任。”

但是，未经审计的财报，有这句话也不一定是靠谱的。企业为了业绩，有修饰财务数据的主观需求，因此财务人员通过各种“财技”便可将报表数据尤其是营业收入、利润等关键指标调整到公司管理层想要的范围。没有审计的情况下，这样的调整就没有外部监

督，所以中报都是“仅供参考”的。

经过审计的年报，其财务数据可以被认为是“真实可信”的。有投资者可能认为这样说太绝对了，上市公司中的黑天鹅太多，更有甚者，认为大部分上市公司的财报都是假的。对此，我们有必要接受一个基本的财务假设：事务所审计过的数据是“真实”的。因为不这么认为的话，我们就没有其他渠道可以获得这家公司更详细的财务数据，也就根本无法对上市公司实际经营情况进行评估。尽管存在事务所和企业联手作假的可能，但是通过检查银行流水、往来单位询证、资产盘点抽查等审计手段，企业的货币资金、固定资产、收入、毛利等核心指标是基本准确的。综合历年财报对比，就能够判断上市公司的基本面情况。

也正因为此间的差异，部分上市公司先发布业绩预告，再利用中报的数据调整，来实现“超预期”的概念进行股价炒作。但是，对于年报就不敢这么做了，因为一方面年报经过审计，调节余地不大；另一方面，拿年报炒作的法律风险太大。

4 合并报表和母公司报表

细心的投资者可能会在年报里发现两套格式一模一样的财务报表，但里面的数据不尽相同。其中一张是“合并资产负债表”，另一张是“母公司资产负债表”，二者有什么区别呢？

合并报表是指上市公司本部再加上所有分/子公司合并后的数据，母公司报表则是指公司本部的数据。很多集团公司的母公司只是行使管理职能的，因此母公司报表对于投资者来说，没有太大的参考价值，本书中的报表如无特别标记，均为合并报表。

第 2 章 资产负债表部分

在任何格式的资产负债表里，排在第一项的永远都是货币资金。资产是按照变现能力排列的，货币资金是最容易变现的资产，所以货币资金是排在第一位的最重要的资产。货币资金包括库存现金、银行存款和其他货币资金，有时候，所有的货币资金都被统称为现金。我们能不能通过现金持有情况判断一家上市公司的质地呢？答案是肯定的。

1 货币资金——现金为王

新进股市的小帅兴冲冲跑到证券公司营业室开户，打开炒股软件后，看到红红绿绿的满屏数字，一脸茫然。后来他听说炒股除了看歪七扭八的各种图线外，还要看基本面，于是辗转拿到看中的一只股票的财报，看着第一行的货币资金发呆。

什么是货币资金呢？小帅参加工作几年，慢慢买了房子车子，虽然还有 25 年的房贷和一点车贷，但也有一笔不菲的存款。这些存款和他身上的现金，就是货币资金。如果他把所有的存款和现金都拿去做投资，即使收益率远远大于银行存款利率，下个月的贷款也会没有着落，银行会找他的麻烦：轻者会有失信记录，重者会被告到法院强制执行。这就是所谓的“现金流”出现了问题。

企业也一样，货币资金包括库存现金、银行存款和其他货币资金，有时候，所有的货币资金都被统称为现金。在资产负债表上，资产是按照变现速度或能力排列的，货币资金是最容易变现的资产，所以是排在第一位的最重要的资产。

不差钱的绩优股们

纵观 A 股市场，货币资金总量巨大的企业有三类，以中字头为主，这三类情况又不完全相同。

一是银行、保险等金融类企业，以工商银行 2023 年年报为例，货币资金高达 4.04 万亿元，中国平安账面货币资金 5772 亿元；二是建筑工程类企业，中国铁建虽然很有钱，货币资金 1667 亿元，但是 2023 年报应付款项也有 5450 亿元；三是高度垄断央企，如中油资本、中国石化。

让我们打开这些公司的年报，看看“不差钱”的上市公司是怎么做“土豪”的。

（1）分红。绝大部分现金充裕、排名靠前的巨无霸公司都实施了分红，而高额的分红对股价的影响是最直接的，分红公告发布后，通常高额分红的公司股价都会有一波上涨。

（2）投资。在 2023 年报里，中国平安直接或者间接控股的子公司、孙公司多达 139 家。中国石化不断优化投资项目，2023 年资本支出达到了 1768 亿元。

（3）理财。近 600 家上市公司在 2023 年进行了理财（交易性金融资产），总金额超过 15.56 万亿元。其中中国移动购买理财产品 1560 亿元，上汽集团超过 467 亿元。上市公司购买理财多以银行理财为主，银行理财期限短、风险低、流动性强，对上市公司资金运用限制少，是上市公司资金配置的重要领域，更是追求稳健投资的央企、国企的标配。

（4）科研。中国石化 2023 年全年申请境内外专利 9601 件，获

得境内外专利授权 5483 件；获得中国专利银奖 1 项、优秀奖 4 项；研发费用开支超过 140 亿元。上汽集团 2023 年的研发费用多达 184 亿元。

通过以上分析对比，我们可以得出一个结论：非金融、建筑类的企业，货币资金是最简单的评判标准，越多越好；反之，金融和建筑类的企业的情况更加复杂，不能单纯用货币资金这一个指标来判断。

如何筛选缺钱的公司

几家欢乐几家愁，在巨头们现金多得无处可花的时候，也有很多上市公司因为筹不到钱而殚精竭虑。2023 年的年报中，排除货币资金余额为零的银行，货币资金排在倒数前 25 位的公司中，大半是 ST 或 *ST 公司，因此用缺钱这个指标排除投资对象是非常简单可行的手段。

缺钱也有两种情况，一种是真的缺钱，另一种则是实际不缺钱，因为关联公司的限制，导致报表上缺钱。在选择投资对象的时候，需要辨别出来，避免错过质地好的企业。

凯瑞德是 2023 年财报中货币资金最少的公司，账面仅有 261.1 万元现金。仅从账面看就知道其资金捉襟见肘了，近期需要支付的薪酬就有 82 万元，更是屋漏偏逢连夜雨，公司已经就前前任实控人吴某某、前任实控人张某某涉及公司的违法犯罪行为向公安机关进行了刑事报案并获得立案受理。货币资金的金额远远低于近期要支付的欠款的公司，是铁定缺钱甚至可能难以维持经营的。

另外一个例子就是中国石化旗下的一家上市公司——泰山石油，2023 年报中货币资金只有 1.07 亿元，比例只占总资产的 6%，相对来说也是比较缺钱了，可以简单地把这家企业从投资名单里排除掉吗？这就和大型集团企业的资金管理机制有关了。国内绝大部分集团企业都实施类似政府机关的“收支两条线”政策，收入户和支出户分离，销售商品的收入和进货的支出分别管理，所有开支实行资

金申请制度。这种资金管理模式的整个集团层面大大减少了现金持有成本，加速资金周转，提高资金使用效率。因此泰山石油属于上市公司中的特例，并非真的“缺钱”。除中国石化外，如中国中铁、中国石油等上市公司均有不少参控股子公司上市，这些子公司通常都是无须担心其货币资金短缺的。

警惕附录里的特殊项

货币资金有一个需要额外关注的项目，就是其他货币资金，通常项目包括但不限于：被司法机关冻结的存款；被质押的存款；根据借款合同约定的某账户中必须保持的最低存款余额；公司信用卡账户存款；为了开具银行本票、银行汇票、银行承兑汇票、信用证而存入银行的保证金；保险公司的资本金存款等项目。这些都是变现能力比较差的货币资金，有些甚至存在着重大变现风险。因此在阅读年报的货币资金项目时，必须留意附注说明中其他货币资金的占比。

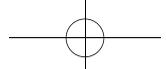
如何通过货币资金排雷

对于小帅来说，通过货币资金了解了企业是如何赚钱和花钱的，就可以明白该企业是否值得投资了——货币资金远远大于短期负债的公司通常是质地优良的，长期会是看涨的走势。根据其近几年的货币资金情况，再结合交易量、K线图等其他指标，就可以放心大胆地找准时机进行投资。

不过，在货币资金里若看到以下几种情况一定要小心，如果做不到对这些异常的原因了如指掌，那么这类股票不买也罢。

(1) 货币资金余额比短期负债小很多，说明公司短期偿债存在问题。比如公司的应付职工薪酬远大于货币资金，那么工资发放就成了问题。

(2) 货币资金余额比较大，却借了很多有息甚至是高息负债的；定期存款很多，其他货币资金很多，流动资金却严重缺乏，说明公



上市公司财报分析

司货币资金其实大部分是被冻结的。

打开乐视网（2017年巨亏139亿元，于2020年退市）的资产负债表，发现2016年货币资金超过36.6亿元，同时却有26亿元的短期借款，应付账款也有54.2亿元。在持有大额现金的情况下还有如此高额的短期借款，显然是不合常理的，我们甚至不需要再去核对融资成本、现金流情况就可以做出判断：其货币资金的变现能力是可疑的，如图2.1所示。

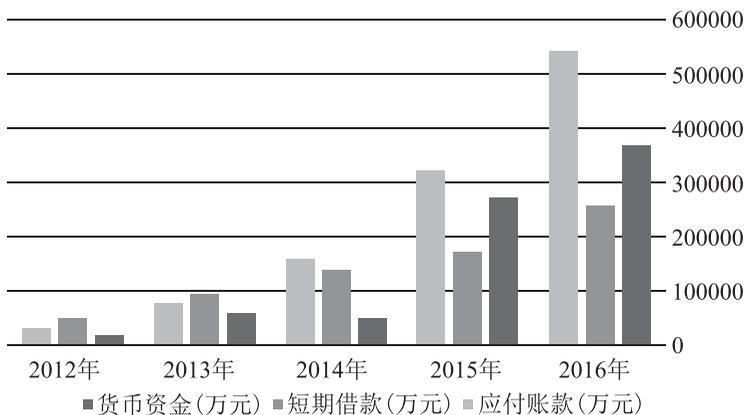


图 2.1 乐视网 2012—2016 年货币资金与短期借款、应付账款对比情况

（3）其他货币资金数额巨大，并且没有合理解释的。比如中兴通讯 2023 年的财报中，其他货币资金超过 12.88 亿元，根据年报信息，其中大约 820 万元的货币资金使用受到限制。

2 三项债权里的坏账准备——财务人员的良心账

小帅人缘比较好，偶尔会有朋友找他借钱，通常很快就会归还。但是久而久之，会有个别朋友忘记归还，甚至有时候金额还比较大。小帅不好意思要，那么这部分钱还算是小帅的吗？小帅借出去 5000 元钱，由于各种原因，估计约有 500 元是要不回来了。

在企业的会计处理中，这种预估损失 500 元的情况，被称作坏账准备。我曾经去一家新收购的公司交接其会计档案，顺便瞥了一眼年报里的其他应收款，对身边该公司管财务的大姐说：“坏账准备提少了吧？”大姐先是愣了一下，我赶紧补充了一句：“我是奉命来收账本的，不是来查账的，正好看到了，随口聊聊而已。”然后大姐长舒一口气，说：“嘿嘿，我嫌麻烦，忘了提坏账准备了。”

自从 A 股有了 ST 机制以来，资产减值准备，尤其是坏账准备就成了上市公司盈余管理的“缓冲区”。

坏账准备是什么意思呢？按照定义，是指采用一定的方法，按期（至少每年末）估计坏账损失，提取坏账准备并转作当期费用，实际发生坏账时，直接冲减已计提坏账准备，同时转销相应的应收账款余额。

简单讲，就是别人欠你的钱，因为倒闭、重组等各种原因，有一部分钱有可能永远不会还了。你需要合理估计一个比例（比如小帅预估的 500 元），将这一部分放在当期费用里处理掉。由于坏账准备要计入当期费用，因此会影响当期的利润情况。

尽管坏账准备的比例是有严格要求的，但是各企业自行操作的水分还是非常大的。这有两个方面的原因：一方面，通常情况下，一个企业的客户众多，审计机构无法一一核实；另一方面，个别不负责任的事务所会和企业串通，一起修饰坏账准备的提取情况。

有些业绩不确定的企业，为了避免突如其来的绩效下滑导致 ST，便在效益好的时候多提坏账准备，遇到效益不好的时候，少提或者不提坏账准备。

财务人员通常把应收账款、预付账款和其他应收款统称为“三项债权”，其中，应收账款和其他应收款需要计提坏账准备。

在实际操作中，坏账准备都为投资者挖了哪些坑呢？

某上市公司因为市场形势太差，并未完成预期的利润指标。众

所周知，是否完成预期利润指标，对股价的影响是巨大的。为使报表数字不那么难看，该公司财务人员就对部分坏账准备进行了“修饰”。

假设该公司当时执行的会计政策是：3年以上的应收款 100% 全额计提坏账准备，计入当期费用。现有 A 客户长期欠该公司 1000 万元，今年还了 100 万元，所以在 3 年以上应收款的列表里，这个客户有 900 万元欠款。找到那张还款凭证，然后稍作修饰，变成了今年还款 1000 万元，然后又“新”发生 900 万元欠款。那么，这笔“新”发生的 900 万元就不是 3 年以上了，而是不需要计提坏账准备的 6 个月以内应收款了。今年的利润表上，就“节约”出来 1000 万元利润。

我们无法从上市公司公布的年报里看到如此清晰的修饰过程，但是能从其三项债权和坏账准备的明细表里看出一些端倪。

前后矛盾的坏账准备

2016 年 11 月，天沃科技通过现金收购的方式并购中机电力，这笔业务引起我的好奇，经查阅中机电力历年财报和天沃科技的资产变更情况，几乎可以确认这是一个实质“借壳上市”的案例。同年 4 月，中机电力还有一次和 ST 东晶的短暂接触，试图借壳上市。一般情况下，中字头的企业是不愁上市的，某些央企甚至可以为了获得一个吉利的股票代码推迟上市，这家企业为何如此迫切地想要上市？

一切秘密都藏在财报里。中机电力全名为“中机国能电力工程有限公司”，但实际上是民营企业起家，2002 年成立，当时叫上海协电电力技术有限公司，后被中机国能工程有限公司（此处没有电力两字，是真正的国企）参股 50% 左右，后来随着不断增资和新股东加入，中机国能工程有限公司的股份被稀释为 33% 左右，仍为第

一大股东。

由此可见，这并非一家传统意义上的国企。从其审计后的连续两年年报和2017年1—7月份报告来看，资产总值、盈利能力均处在较稳定期，年净利润在2.5亿—3亿元之间。仅从主要指标看，其主营业务受市场波动影响较小。拆解其年报内容，可以发现，该公司的主要客户为国内各大电厂、炼厂，为这些公司生产技术含量较高的压力容器等设备。根据天沃科技2017年7月份的公告，当前在手的订单高达183亿元。

2016年1—7月份，中机电力三项应付款高达26亿元，2017年1—3月份，合并中机电力后的天沃科技三项应付款高达20亿元，因此坏账风险较大。

中机电力7月31日的财报中，列出了排名前5的应收账款客户明细，这5项客户应收账款总计12.36亿元，为之计提了7600余万元的坏账准备。

有一个细节引起了我的注意：第4大客户——中机国能电力投资集团有限公司计提了10%共计1700万元的坏账准备，看名称似乎是一条战线的企业，经核实也确实为关联公司。按理说关联公司是可以不计提坏账准备的。根据中机电力的坏账准备计提标准，可以推算出1—2年的应收款计提坏账准备标准是10%，按照这个标准，中机国能电力投资集团有限公司应该出现在往年的1年以内的客户列表里和2016年报中2—3年的客户列表里，然而这家客户并没有出现在2015和2014年的应收账款客户明细中。

在2016年合并中机电力后的天沃科技年报里，前5名客户被隐去了公司名称，当然这瞒不住火眼金睛的我们，前5名客户合计12.6亿元的应收账款中，仅有8700万元列在2—3年，其余的全部列在1年以内和1—2年！同时，当年也没有发生坏账损失。

通过对比，虽然存在着这家客户的欠款在不同的报告期因为金

额巨幅变动突然出现和消失在前 5 名列表的可能性，我们仍然可以简单地认为：中机电力和天沃科技的坏账准备提取情况是可疑的。

2017 年一季度季报中，天沃科技的净利润是 4852 万元，仅这一家客户的坏账准备对天沃科技利润的影响就超过三分之一。天沃科技的应收账款账面余额超过 20 亿元，里面存在多少问题呢？

细观中机电力借壳时的负债情况，得知一年内需支付的款项高达 26 亿元，而其账面只有不到 8 亿元现金。虽然握着上百亿元的订单，但偿债压力非常大，这恐怕就是它千方百计都要上市融资的主因。

天沃科技 2017 年全年净利润 2.58 亿元，2018 年至 2023 年持续亏损，被给予退市警告。这些年来亏损的“主力”，恰恰就是坏账。2018 年亏损 7.29 亿元，其中坏账准备高达 2.34 亿元。2021 年信用减值损失更是达到了 19.99 亿元，几乎是 2017 年账面应收款的全部！2022 年仍然出现了 14.36 亿元的信用减值损失，可见公司的赊销几乎都出现了坏账。

收购来的债权就不用计提坏账准备了吗

2021 年 9 月，华信国际宣布破产清算。公司在 2018 年爆出债务危机，但早在 2016 年，公司财报就出现了明显异常。2016 年年报中，华信国际的三项债权占总资产的比例竟有 83.95%，这是家做什么业务的公司？全是欠款啊！

2014 年的财报里，应收账款大约 9 亿元，2015 年财报勉强也算正常，应收账款大约 27 亿元，从 2016 年季报开始，应收账款开始打着滚往上翻，到了 2016 年的年报，应收账款涨到了 70 亿元之多。

2015 年，该公司经历了一次重组，一家成品油销售企业加入了进来，营收结构和现金流发生了较大变化。恰好我曾在成品油销售

企业做过财务报表，知道这个行业现金流可观，基本是卖方市场，很少出现较大额、长期的赊销，不可能有如此高比例的债权。再仔细看一下年报，发现能源和化工产品占到营收的 97%，但营收中有 1.73% 的保理业务收入。年报里如此解释高额的应收账款：因新增保理业务所致。

什么是保理业务呢？就是卖方将其现在或将来的基于其与买方订立的货物销售/服务合同所产生的应收账款转让给保理商（提供保理服务的金融机构），由保理商向其提供资金融通、买方资信评估、销售账户管理、信用风险担保、账款催收等一系列服务的综合金融服务方式。通俗来讲，就是买来别人的债权，然后替人收债。

如此高额的应收账款，提了多少坏账准备呢？比例是 0.31%，这么低的比例恐怕是 A 股上市公司里最低的。

通常保理业务揽收的都是一年内甚至六个月内的债权，因此理论上讲坏账风险相对较小，但是话说回来，时间又短风险又小的债权，企业干嘛要卖掉？我也曾经接手过成品油销售行业相关的保理业务，其中不乏骗取资金的案例，以至于某些成品油销售央企在标准合同文本上特意打上“本合同不得办理保理业务”的标签。

陆金所 2.5 亿元的保理业务坏账事件（2015 年 3 月，因平安国际商业保理天津有限公司的借款项目出现问题，陆金所爆出 2.5 亿元坏账）余波未平，加强保理业务风险意识的警醒言犹在耳。

所以，华信国际 70 亿元的应收账款却只有 2200 万元的坏账准备，已经释放出了“预警信号”。

果不其然，2018 年，华信集团首次爆出债务危机，最大债权人国家开发银行对华信公司展开了为期两年的调查。根据地方发展银行的统计数据，华信集团的债务总额达到了 1878.1 亿元，最终破产清算。

看清楚了这两种情况后，如何通过三项债权来判断企业的投资价值呢？一般情况下，三项债权在总资产中占比较高、坏账准备计提比例过低的（比如综合计算低于10%），尤其是那些稍微一调整坏账计提比例就能对净利润产生大幅影响的，就可以认为有坑，需要投资者多加注意。

应收账款的变迁

2018年，财政部修订了财务报表格式，将应收账款和应收票据两个项目合并。虽然财报格式几乎每年都在改，但这次修改遇到了众多财务工作者的质疑。主要是银行票据和商业票据的坏账风险不可同日而语，合并列示容易误导投资者。随后不久，2018年的年报又实行了新的报表格式，将二者重新分开。编制2019年年报的时候，又增加了一个新项目：应收款项融资。

财政部为什么要翻来覆去地折腾应收账款？

需要留意的是，会计准则也好，财报格式也好，并不是财政部会计司的老教授们拍脑袋的突发奇想，它们本质上都是为当前的经济政策服务的。

2017年5月16日，中国人民银行官方网站发布《小微企业应收账款融资专项行动工作方案（2017—2019年）》，表态支持小微企业应收账款融资。方案由中国人民银行、工业和信息化部会同财政部、商务部、国务院国资委、银保监会、外汇局联合印发，重要性不言而喻。

应收账款和应收票据的分分合合，就是基于这个背景。如果应收账款融资常态化，那它也就和应收票据是一回事了，所以财政部将其合并；但是经济环境还没有完全达到预期，反而引起了很多弊端，财政部又将其拆分；为了方便核算应收款融资，又增加了应收款项融资项目。

根据定义，应收款项融资项目用来反映资产负债表日以公允价

值计量且其变动计入其他综合收益的应收票据和应收账款等。简言之，就是用来体现保理融资取得的融资方应收账款或应收票据，该款项在无法收回时，可以进行处置，获取现金流入。

据上市公司年报数据，A 股近半上市公司的应收款项融资项目有余额，基本上都是由应收票据构成。其中最为典型的是格力电器，2023 年年报中应收款项融资余额为 101.76 亿元。

该报表项目第一次出现在 2019 年半年报，当时不少分析师出具的半年报研报中，忽略了新格式的影响，误以为是应收票据都被贴现了。

新的财报格式，让一些上市公司不经意间展露了真实的资金状况。

2019 年 8 月 31 日，格力电器发布变更会计政策的公告，主要变化就是资产负债表格式变动，增加了应收款项融资项目。

2018 年年报显示，格力电器账面货币资金超过 1100 亿元，应收票据 359 亿元，全部为银行承兑票据。这类票据到期后银行会无条件兑付，期限通常在 6 个月以内，风险极低，几乎等效于银行存款。2019 年年报显示，公司货币资金 1254 亿元，应收款项融资 282 亿元，且全部为银行承兑票据，应收票据余额为零。格力电器的应收账款融资基本稳定，2023 年略低，达到了 101.76 亿元。

和格力电器形成鲜明对比的是，美的集团的 2019 年年报中，应收票据 47.69 亿元，全部为银行承兑票据，公司的应收账款融资仅有 75.66 亿元。美的集团的应收账款融资略有变动，2023 年为 133.60 亿元。

两家经营情况类似的公司处理方式为什么差距这么大？

根据新准则《企业会计准则第 22 号——金融工具确认和计量》《企业会计准则第 23 号——金融资产转移》的要求，用作金融工具的应收票据才要计入应收款项融资。从两家公司的账务处理方式可

以推断，格力电器的银行票据全部用作金融工具融资，美的集团的银行票据有一部分会持有到到期转为银行存款。

应收票据用作金融工具主要有三种方式：一是质押，二是背书，三是贴现。

质押很好理解，背书和贴现是什么意思？在银行票据到期之前，将票据转让给供应商抵偿欠款或者直接采购的行为是背书，支付贴现利息将票据转换成银行存款的行为是贴现。

格力电器年报的 101.76 亿元应收款项融资中，有 50.34 亿元被用作了质押。质押是有成本的，而格力电器有 1241 亿元现金在手，却还要质押数十亿元银行票据。

剩下的部分呢？现金流量表附注中显示，公司大量使用票据采购，原来都给供应商了。可见公司的应收款项融资基本只有两种方式：质押和背书。

无论是用作了背书还是贴现，再结合质押的部分，都说明了这样一个问题：格力电器的资金周转情况可能并不像表面上那么乐观。

上述新准则执行后，将应收款纳入应收款项融资的上市公司越来越多，早期的财报中，一些实际上进行了应收账款保理业务的公司也没有严格按照规范进行核算。不过，一部分上市公司对应收票据进行了较为严格的重分类，借此可以清晰地分辨出哪些上市公司的应收票据“水分”比较大。一般来说，将应收款从应收票据放到应收款项融资的公司，资金链可能相对紧张。

另外，由于会计准则给予上市公司财务人员越来越多的“自主权”，依赖报表数据简单地对上市公司经营情况做出快速判断的难度越来越大，对投资者的财务知识的考验也就越来越大。

总体而言，新的金融工具准则，对上市公司的影响是多方面的，同时也因其能披露更详细的信息，从而暴露出原来未曾被发现的问题。

题，有助于指导投资者进行科学的投资。

3 藏在存货里的利润

小帅喜欢钻研手机，他在某型号手机发布的时候抢到三部，每部 5000 元，总共付了 15000 元。后来有朋友陆陆续续从他手里买走两部，因为市场价格不断变动，第一部卖了 6000 元，第二部卖了 5000 元。他想要算算一共赚了多少钱的时候，发现最终是否赚钱却取决于第三部手机能卖多少钱：如果第三部手机卖的价格能超过 4000 元，则就是赚钱的，超出多少就赚了多少钱；如果低于 4000 元，则是赔钱的。他手里剩下的这部手机，在会计上就是库存商品。当他持有未出售的库存商品时，利润是不确定的。

以销售商品为主营业务的企业，情况虽然要复杂得多，可能从几十甚至上百家供应商采购，依据不同批次、不同价格，有不同的计算方法，但这本质上和小帅卖手机是一样的，即企业的利润会受到持有的库存商品市价的影响。在市场形势不好的时候，如果商品的售价不断地下跌，那么企业尚未卖出的库存商品，其实际价值也会下跌，这种现象叫做潜亏，意思是潜在的亏损。

期末，如果已经能够预见潜亏的情况，按照谨慎性原则，企业应该确认这笔亏损，即按照《企业会计准则第 1 号——存货^①》的要求，资产负债表日，存货应当按照成本与可变现净值孰低计量。可变现净值，是指在日常活动中，存货的估计售价减去至完工时估计将要发生的成本、估计的销售费用以及相关税费后的金额。存货成本高于其可变现净值的，应当计提存货跌价准备，计入当期损益

① 存货，是指企业在日常活动中持有以备出售的产成品或商品、处在生产过程中的在产品、在生产过程或提供劳务过程中耗用的材料和物料等。因此，持有的未销售的库存商品属于存货的范畴。

(计入资产减值损失)。

但是，准确地讲，可变现净值只能是个估计数，很难做出精准的判断，并没有银行存款那样一块钱就是一块钱的透明度，存货跌价准备的尺度几乎都在企业和会计师事务所联手掌握之中。这些不透明的条文里面，往往为投资者挖了深坑。

我曾为上市公司的报表人员，自然很清楚如何通过存货来调整利润。当期的营业利润主要部分来自：**主营业务收入 - 主营业务成本 - 资产减值损失**，而资产减值损失的一部分来自企业提取的存货跌价准备。通俗地讲，企业可以在期末通过存货可变现净值的判断，即通过存货跌价准备来调节利润。效益不好的上市公司会有增加利润的主观意愿，就有可能少提存货跌价准备。

在观察库存商品的时候，可以将其与净利润结合起来分析，通过分析上市公司存货与净利润的比例、存货周转率和存货周转天数等指标，可以判断该上市公司的库存商品是否有水分。

在标准的财务指标中，是没有存货与净利润的比例这个指标的，但这个指标着实是一个有用的“发明”。因为很多上市公司在披露数据的时候，需要先定下净利润，然后倒挤其他数据。报表人员在财务主管的指挥下，对相应的会计科目进行“修饰”，金额巨大的存货等科目项是最佳修饰目标。所以通过和净利润的对比，更容易发现隐藏的问题。

- ◎ 首先通过行业属性进行排查，如果是房地产企业就可以放行，因为该行业比较特殊，销售周期特别长，会有巨量的存货。在可以预计的未来，库存的房地产基本上是越放越值钱的。
- ◎ 其次排除掉茅台这样的窖藏酒企业，茅台酒的库存周转天数在 2000 天左右，折合 6 年左右。众所周知茅台酒越久越好卖，同时也可以判断这个年份的茅台是最畅销的。

- ◎ 剩下的企业，如果有库存周转率和存货余额比较大的，投资者就要小心了。比如以下这些情况。

存货这把双刃剑

临近年底，双十一、黑色星期五、双十二等电商节发起了迅猛攻势，降价打折成为各零售企业的杀手锏。但是有一家旗舰店如一股清流，不打折，不送积分，不办会员，不清仓甩卖，只推出了整点时间送手机、送耳机、送代金券等活动。这家旗舰店就是海澜之家，它这么做的原因，正是出于对线下加盟店的保护。

2011年的时候，我供职的一家零售巨头开始尝试互联网转型，他们拿出一部分业务做电商，我加入了这个电商项目部。虽然因为无法打通供应链、信息系统瓶颈、体制僵化、项目部权限不足等各种原因，项目最终不了了之，但在这次试验中我也明白了传统企业为什么天然没有互联网基因。在这一年，苏宁、王府井、银泰等传统零售行业都开始了互联网转型，线下零售巨头海澜之家也小心翼翼地迈出第一步，开始试运行电商。

互联网时代，传统零售业都知道不转型就是等死，但转型更是找死。零售企业要么在连年的亏损中渐渐垮掉（比如银座股份），要么在激进的转型过程中碰得头破血流（比如苏宁易购）。

根据国家统计局数据，2023年全年社会消费品零售总额471495亿元，比上年增长7.2%。其中，全国网上零售额154264亿元，比上年增长11.0%。实物商品网上零售额130174亿元，增长8.4%，占社会消费品零售总额的27.6%。通过这些数字，我们大致了解到，从大环境来看，线上零售份额越来越大，向线上转型是所有传统企业不得不迈出的一步。

如今，海澜之家的电商业务经营得如何呢？

通过历年的财报可以得出结论，在向线上转型的过程中，海澜之家虽然起步比较早，但是走得非常谨慎，一波三折，直至2017年仍以线下为主。只有不到3%的营收来自线上，2019年开始加速，2023年线上营收占比已经达到15.7%。

李宁曾经用了5年的时间，付出了惨痛的代价，才基本解决了线上线下业务打架的问题。为了避免线上线下业务冲突，海澜之家从实施电商业务之初就采用了线上线下同价的定价策略，并注册了一家子公司单独运营线上业务。而线下业务采用了与众不同的自营和加盟相结合的方式，即自营与加盟相结合的类直营管理模式，海澜之家与加盟商结为利益共同体，实现低成本快速扩张。为保证海澜之家全国特许经营体系统一的营运管理模式和品牌形象，加盟商只负责支付相关费用，不必参与加盟店的具体经营，所有门店的内部管理均委托海澜之家全面负责；海澜之家与加盟商之间的销售结算采用委托代销模式，海澜之家拥有商品的所有权，加盟商不承担存货滞销风险，商品实现最终销售后，加盟店与海澜之家根据协议约定结算公司的营业收入。

通过这种经营模式，海澜之家解决了令同类企业头痛的加盟商的库存问题：由于无力承担退换货导致的库存积压，许多品牌的加盟店被迫关店。而海澜之家的加盟店无需背负这些包袱，轻装前行，把重重的库存负担都甩给了海澜之家。库存，是海澜之家的一把双刃剑。

(1) 越来越多的存货和比例存疑的存货跌价准备。

海澜之家的加盟店关店率极低，并且扩张迅速，据2023年年报，门店遍布31个省（自治区、直辖市），覆盖80%以上的县、市，共计8212家，其中直营门店只有1688家。由于海澜之家的加盟模式，加盟门店不增加海澜之家的总资产，2018年以来，资产负债表情况变化不大。2018—2023年资产变化情况如图2.2。

粗看存货情况是波动不大的，2022 年较 2021 年有了较大幅度上升外，一直维持在比较均衡的水平，几年来存货占总资产在 30% 左右。如图 2.3。

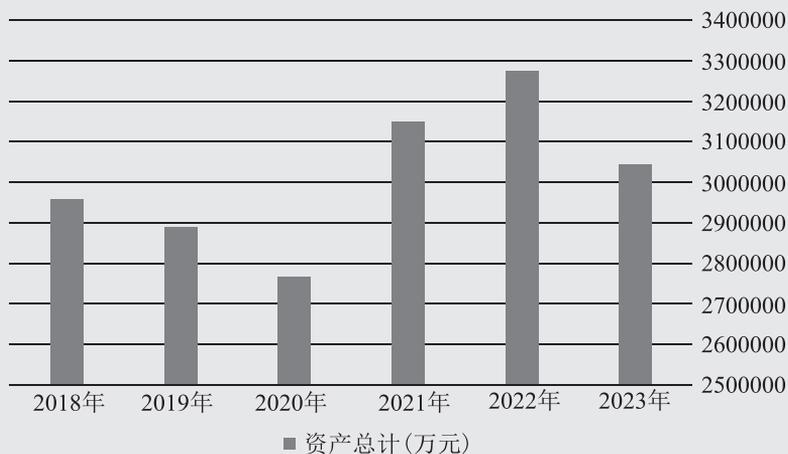


图 2.2 海澜之家 2018—2023 年资产变化情况

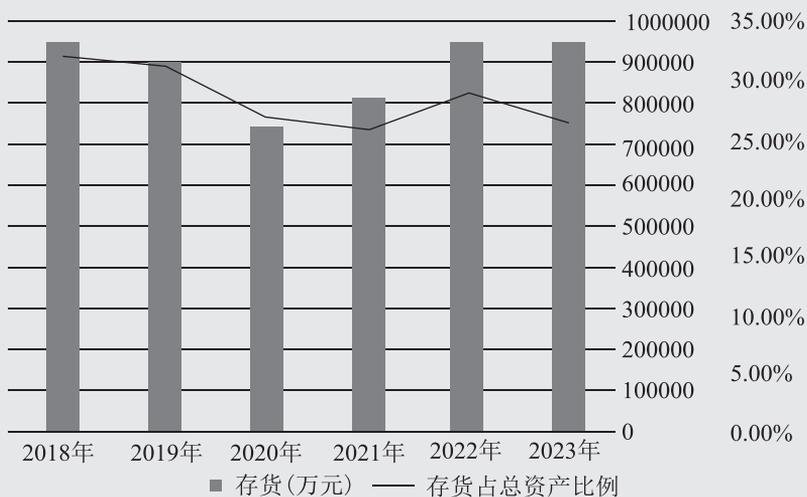


图 2.3 海澜之家 2018—2023 年存货与占资产比例

但是计算存货周转天数会发现背后存在的隐患，作为一家时尚品牌企业，存货周转天数竟然高达 200 多天。如图 2.4。

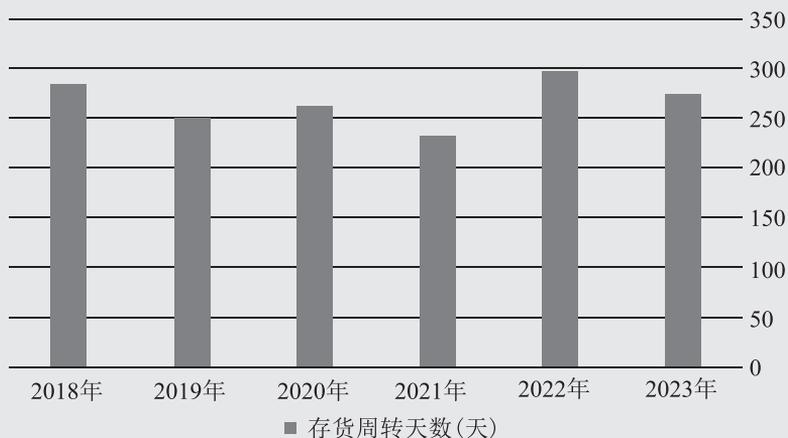


图 2.4 海澜之家 2018—2023 年存货周转天数

如此高的存货周转天数带来的后果可想而知，服装的更新迭代频率相当快，过季的服装将很难销售，因此海澜之家的存货跌价准备常年维持在高位。如图 2.5。



图 2.5 海澜之家 2019—2023 年披露的存货跌价准备

根据 2023 年年报中的存货跌价准备计提金额，可以倒推出海澜之家仅对库存商品和委托代销商品这两种类型的存货计提了存货跌价准备。库存商品是销售环节尚未出售的部分，委托代销商品环节则是加盟商的库存积压，计提比例分别是 12% 和 3%，合计 6.35 亿元。存货跌价准备的计提比例却让人担忧：存货周转天数超长的情况下，如此低的计提比例是否合理？

据 Wind 数据，2023 年年报显示，服装行业存货跌价准备平均计提比例为 10% 左右，其中七匹狼的计提比例非常激进，高达 42%。如果海澜之家按照行业平均水平计提，那么存货跌价准备将超过 10 亿元！比现在多提近 4 亿元，又会侵蚀巨额的净利润。

许多消费者都抱怨海澜之家的款式比较陈旧，更适合中老年人。虽然公司不断地花费巨资聘请“小鲜肉”做形象代言人，但是收效甚微。从报表中体现的存货情况来看，这似乎是必然的结果。时尚服饰的时效性更强，款式更新频繁，库存积压将会更为严重。在接近一年的存货周转天数压力下，还是生产比较耐久的款式更安全，因此海澜之家的服饰风格越来越平淡无奇。

另外一个数据也能印证这样的看法，2023 年海澜之家的年报中披露的研发费为 2 亿元，不足营业收入的 1%。

（2）开始向线上转型提速。

从 2019—2023 年的营收和净利润情况看，随着门店的不断增加（从 2014 年的 3348 家增加到 2023 年的 6877 家），海澜之家业务增长相对平稳，并保持着行业内较高的毛利率和净利率，如图 2.6、图 2.7。

为了快速扩张，海澜之家甚至采用了免收加盟费的方式来发展门店，不需要高额加盟费、不需要担心库存，加盟商的积极性得到了最大化的调动，在同行业中，海澜之家的关店率是最低的。

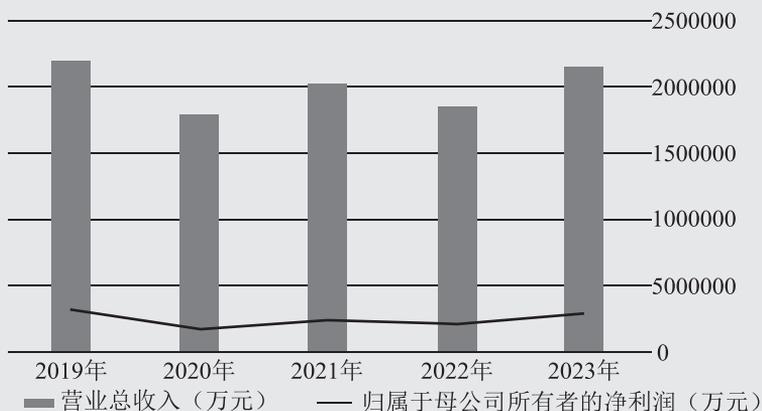


图 2.6 海澜之家 2019—2023 年营业收入与净利润走势

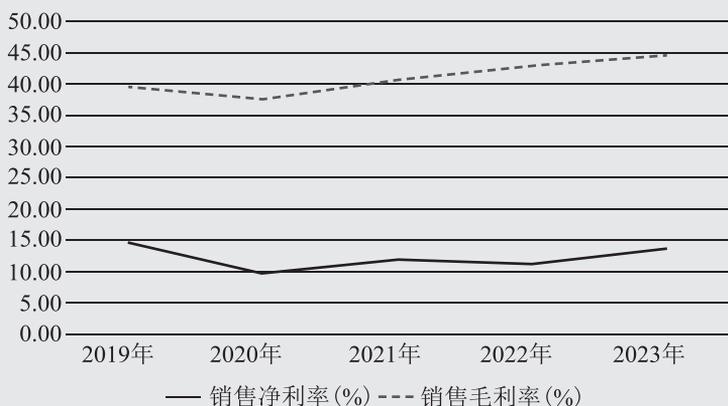


图 2.7 海澜之家 2019—2023 年销售净利率和毛利率

但是通过对存货的分析我们可以了解到，这样高的毛利率是通过不断增加的库存来实现的。为了解决这些棘手的问题，在维系线下门店份额的同时，海澜之家向线上线下结合的“新零售”发起了挑战。

库存周转天数远超行业平均值

上市公司财务人员，想要利用财报修饰利润的首选是什么？存货。为什么呢？

因为基于商业机密，存货是不需要披露明细和单价的，所以库存单价的调整很难被投资者发现。如果存货金额巨大，只需要在转成本环节轻微调整，就可以增加不少利润。

销售商品之后，确定商品的成本价并做账的过程，叫做转成本，这是一个会计概念。因为原材料的购进批次不同、价格不同，所以售出的成本需要计算确定，结转成本通常有先进先出法、加权平均法等。结转成本的时候，如果财务人员虚减了销售成本，那么公司的利润（销售收入－销售成本）就会增加，如图 2.8。

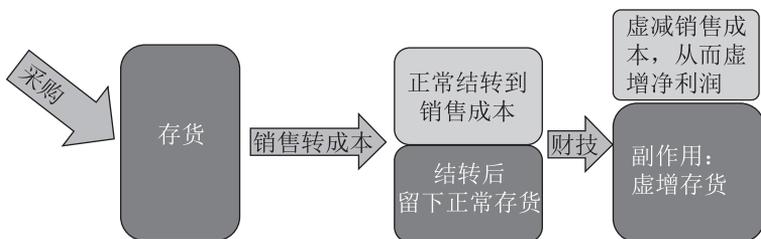


图 2.8 正常结转成本与修饰财报对比

结转到成本的存货金额减少了，剩下的存货金额就相对增加了，所以如果存货金额非常大，就需要警惕了。如何判断存货的金额是否合理呢？对比连续几年的存货周转天数，如果出现明显的增加且没有正常原因，则极有可能是通过存货修饰了利润。

家电行业的库存周转率就是企业的生命线，由于家电价格不断在下降，所以投资家电企业的时候，尤其要重点关注库存周转天数。

作为曾经的白色家电的骄傲，春兰股份也辉煌过，1994年4月春兰股份在上海证券交易所挂牌上市。“春兰”系列空调产品连续5年（1989—1994）产销量及市场占有率位列全国第一。而如今，这个品牌几乎被人遗忘，打开春兰控股2023年的年报，发现其空调业务几乎是不赚钱的，毛利率只有9%左右，盈利是依赖房地产业务和投资收益实现的，当年的巨无霸沦落至此，让人不禁唏嘘。