

手把手教你看财报

雪球股票 24 章精品课专属大咖投资笔记

直播嘉宾：

@初善君 雪球人气用户 《扫雷：读财报做投资》作者

直播看点：

- 1 一窥究竟：四大步骤深入财报解析公司商业模式
- 2 快速诊断：三招教你秒懂企业到底赚不赚钱？
- 3 现金流辨真伪：一眼看穿企业资金流动的秘密！

Hello 大家好，我是初善君。受雪球的邀请给大家聊一聊如何分析财务报表。分析财务报表是一项复杂且系统的任务，需要长时间的学习和实践。我之前曾出版一本书《扫雷：读财报做投资》，详细阐述了如何分析财务报表，以及可能遇到的挑战和风险。因此，在本课程中，我将不再重复这些内容。

我们做事需明确目的，以高效执行。分析公司的目的是什么？**分析财务报表的核心目的是评估公司估值高低**。但估值主观，不能直接讨论。分析财务报表时，应有两个主要目的：**评估公司商业模式优劣和预测未来成长趋势**。这是分析财务报表的真正价值。

市场上有多种分析财务报表的方法。运营能力和偿债能力等因素并非决定性因素。学会会计的人炒股收益不佳，因过于依赖书本方法。从个人角度看，分析报表首要关注**公司商业模式和**

添加股票小雪，免费学习
扫码解锁更多福利



竞争优势，其次预测未来利润情况。因此，分析报表时应围绕这两个目的进行，简化并提升效率。

关于评价公司商业模式，我总结了四个关键：盈利能力、盈利质量、报表质量和管理层。通过这四个方面，可全面评估公司并进行对比。分析商业模式时，应避免主观分析，而要**通过量化数据客观对比**。基于前三点内容，可对任何公司进行分析。看报表时，关注这几点，五分钟内了解公司方法论，两分钟判断其是否值得跟踪。这是商业模式的重要观点。

盈利能力涵盖毛利率、净利率和 ROE。毛利率是盈利起点，关注变化趋势、高低及同行业水平。净利率更重要，涉及费用变化。ROE 反映股东投入资产的赚钱能力。三指标递进关系，先看毛利率，再看净利率，最后看 ROE。



如何评价商业模式

盈利能力指标

股票持仓24章



不同行业和同行业内公司的毛利率差异大，尤其涉及 to c 和品牌时。例如，白酒行业中，贵州茅台毛利率高达 90%，而顺鑫农业仅 23%。在快递行业，顺丰和圆通的毛利率相对较高，韵达和申通则较低，这可能与业务附加值有关。

添加股票小雪，免费学习
扫码解锁更多福利



毛利率高并不代表净利率也高，有些医药公司虽然毛利率高，但因研发费用或销售费用高，导致净利润亏损。一般而言，同行业公司毛利率高则净利率高，但并非绝对。

因此，在评估公司时，需综合考虑毛利率和净利率等指标。

盈利能力是核心。两家公司若毛利率和净利率差异显著，且其他条件相同，盈利能力高的公司估值应更高，这是公平且易理解的。因此，查看报表时，首先要关注盈利能力。

其次，盈利质量也很重要。**盈利质量可分为核心主业盈利质量和现金流质量。**考虑核心主业质量较复杂，我们更多关注**现金流质量**，即盈利质量的核心。

现金流质量如何评估？我曾多次论述，**关键指标是净现比，即净利润的现金含量。**以建发股份为例，其 2021 至 2023 年规模净利润高但估值低，静态 PE 仅 2-3 倍。但细查发现，其利润主要来自非经常性损益，如 2023 年非经常性损益达 107 亿，主业房地产仅赚 24 亿。因此，只看规模净利润易误导，需关注扣非规模净利润。非经常性损益多不可持续，仅少数公司具有持续性。故主业盈利能力至关重要，若收益多来自非经常性损益则意义有限。

建发 107 亿收益主要源于资产重组，无实际现金流，不具可持续性，故意义有限。非经常性损益如卖地收入即使无持续性，能带来现金流也属不错。因此，分析公司报表时需关注利润是否来自核心主业。我通常直接看扣非归母净利润，建议养成此习惯。现金流质量即净利润现金含量，可用净现比（经营现金流净额/净利润）衡量，净现比大于 1 即为优秀，长期不为负则经营现金流良好。

添加股票小雪，免费学习
扫码解锁更多福利



但净利润现金流为现金流量，收入利润为期间数据，波动可比。而现金流是收付实现制，波动大。因此，看经营现金流净额需注意小知识点，可以阅读一下我的文章。通常只看经营现金流与净利润比值。但经营现金流为负则公司不可持续，因主业无现金流入，需股东投入和借贷，最终会倒闭。

这里有个例子，东方园林。我记得在 2015 年前，东方园林和神雾环保是 A 股市场的热点。但后来这些公司都 ST、退市了。核心原因是经营现金流很差，东方园林 2009 年到 2014 年经营现金流都是负的。后来它设立 PPP 子公司，人为地创造了经营现金流，但这并不可持续。东方园林原来的市值可能有五六百亿，现在接近退市了。

这也反映了现金流的重要性，需重点关注。我们关注的股息率估值、核心资产核心是经营现金流投入。若无经营现金流，账面利润不真实。因此，经营现金流至关重要，需重点关注。若无此，公司不可持续。此为盈利质量。

扣非问题涉及复杂会计估计和主观判断，难以判断，一般直接看扣非。盈利质量看现金流净额，经营现金流好则报表质量通常可。看报表需关注盈利质量。商业模式评价中，经营现金流好的公司估值应高于差的。此为盈利质量。

第三个是报表质量评价。这相对较难，需会计知识。报表质量主要指资产负债表质量，核心原则是资产中非货币资金占比越低越好，即现金越多越好。负债中，非经营负债占比越低越好，有息负债如银行借款、债券等越少越好。

添加股票小雪，免费学习
扫码解锁更多福利



报表质量分类上，最佳的是货币资金多、负债低的报表。A 股中，白酒、中药行业报表优秀，其他医药行业报表质量一般。

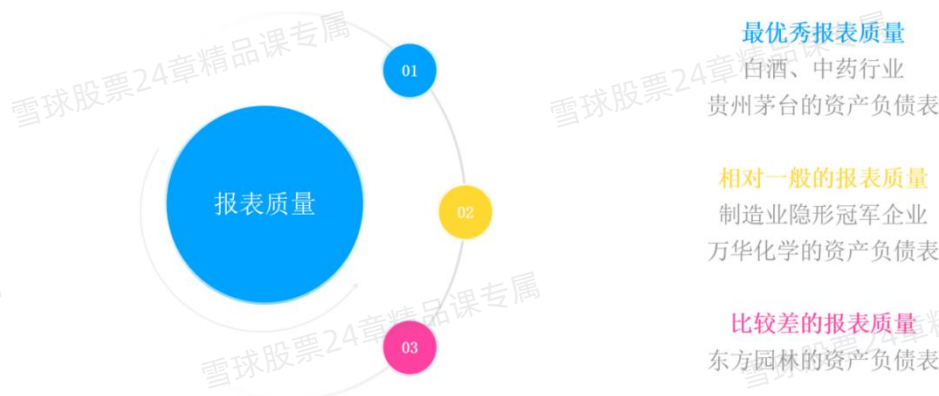
我们观察茅台的报表，差异显著。看贵州茅台的资产负债表，报表质量主要指此表的质量。

货币资金 700 多亿，理财 30 多亿。应收极少，存货偏高，因白酒核心是存货。含其他金融类流动资产，不易评价，可视为准现金或拆借给其他金融机构的资金。固定资产少，不到 200 亿。无有息负债，报表资金充裕。准现金占比 27% (不含 1000 多亿)，或超 50% (含)。

应收少，应付和合同负债多，反映公司在产业链中地位强，话语权高。唯一不足是存货多，约 400 多亿，占资产 16%。

● 如何评价商业模式 | 报表质量

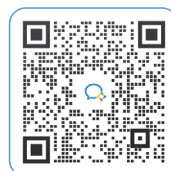
股票投资24章



所以整体来看，茅台是一家极为出色的公司，报表质量非常高。唯一的不足是控股了一家财务公司，对此不便多言。

分析报表时，应重视资产负债表的质量，一眼即可把握大概。差的公司报表杂乱，如辅仁药业账面资金突减，往来款藏雷。万华化学报表看似普通，货币资金 300 多亿占 12%，但有

添加股票小雪，免费学习
扫码解锁更多福利



息负债高达 1180 亿占 42%，表明其扩张需大量银行借款。应收 100 多亿占比小，应付 400 多亿大于应收，显示其在产业链中话语权高，议价能力强。

存货规模达 200 多亿，占比不高，约为 8%点多。此类大宗商品销售前景良好。然而，固定资产和在建工程占比显著，加上无形资产和预付的非流动资产（主要为土地和工程款），总计近 1800 亿，占比高达 63%，显示出万华在固定资产上的大量投入。

该报表呈现出一一般制造业企业的特征，与贵州茅台相比显得相对普通。盈利能力方面，虽然整体毛利率因化工企业特性而不高，但净利率仍保持较高水平。毛利率的下滑并非竞争力下降的体现，而是由于低毛利率产品占比增加所致。在分析毛利率时，需结合企业实际情况进行深入分析，避免一概而论。

万华化学盈利质量受关注。净利率保持高水平，显示成本控制和盈利能力优势。预付资产将转固，增强资产实力。万华化工在固定资产投入和盈利上表现出色，但需警惕毛利率下滑风险。万华收入结构明晰，石化系列毛利率低但收入占比增。核心利润来自聚氨酯系列，毛利率下滑但维持高水平。精细化学品盈利能力亦强。盈利质量上，经营现金流净现比极高，远超净利润。

净现比高易理解。现金流核心来源包括折旧（2022 年 78 亿，2023 年 96 亿）和财务费用（20 多亿）。固定资产和在建工程高的商业模式中，经营现金流表现良好，因折旧摊销和财务费用高。财务费用不影响经营现金流，影响投资现金流，故经营现金流好。

添加股票小雪，免费学习
扫码解锁更多福利



分析长江电力报表，折旧和财务费用合计超 300 亿，经营现金流 600 多亿。京东方前期投入大，需借贷，负债高。贵州茅台情况较好。京东方去年折旧 337 亿，亏损 17 亿，经营现金流量 430 亿，反映其商业模式。评价报表需考虑商业模式好坏。东方园林报表质量差，货币资金少，变现难。评价报表质量，货币资金占比应高，其他科目占比应低。盈利能力和盈利质量影响报表质量。盈利质量好的公司，经营现金流通常也好，营收和存货不会很高。盈利能力高时，存货和固定资产也不会高。因此，盈利能力和盈利质量直接影响报表质量。但是报表质量还受管理层战略因素影响。如公司突然投入房地产或其他项目，可能导致报表质量下降。以浙江龙盛为例，其报表看似良好，但存货和借款均高。作为化工龙头，报表质量本不应如此。原因在于其存货中有个多年未完成的房地产项目，导致报表质量相对较差。这是管理层经营战略对资产负债表的影响。

所以明显看出，**报表质量的核心在于资产负债表的质量，它由盈利能力和质量以及管理层战略共同决定**。读报表时，必须评价报表质量。报表质量高的公司或行业，估值应相对较高。

尽管市场不一定完全遵循此规律，但我们需要有此认识。

第四个是评价管理层。评价管理层较为主观，缺乏明确的量化数据。如需量化，**可考察管理层持有的上市公司股权比例**。此外，在周期性行业中，管理层是否在周期低谷时扩产，体现了其战略眼光。然后观察管理层是否存在奇怪的市场行为。A 股部分上市公司管理层自视甚高，常有奇谈怪论，如“买多少股才能参加股东大会”等，这些也是评价管理层的一个方面。总之，看报表主要关注这些静态可分析内容，任何人都能给出大致评价。尽管有主观性，但数据是固定的。盈利质量看利润表，盈利能力看现金流量表，报表质量看资产负债表。分析



报表时无需复杂操作，只需关注三个核心指标。无需花大量时间分析运营能力和杠杆等无意义的内容。



如何评价商业模式

如何评价管理层

股票投资24章

管理层是否持有上市公司的股权

01

02

管理层的历史经营业绩情况

管理层的资本市场行为

03

接下来进入第二部分，**分析财务报表的第二个目的：预测公司未来成长**。为何预测？看一组数据，初始净利润 1 亿的公司，假设复合增速分别为 0、10%、30%、50%和 100%。三年后，净利润分别为 1 亿、1.3 亿、2.2 亿、3.4 亿和 8 亿；五年后分别为 1 亿、1.6 亿、3.7 亿、7.6 亿和 32 亿；十年后则分别为 1 亿、2.6 亿、13.8 亿、57.7 亿和 1024 亿。初始利润相同的公司，十年后的净利润差异可达 1000 多倍。即使复合增速仅 10%，净利润也能增至 2.6 亿。

所以**成长股在各市场都受投资者追捧，成长排第一。高成长意味着高收益，影响公司估值的核心因素**。预测公司未来成长是不可能的，准确率极低。跟踪企业多了会发现，预测未来是笑话，即使正确也是偶然。

添加股票小雪，免费学习
扫码解锁更多福利



我们观察市场上对上市公司利润的预测，发现错误程度令人咋舌，因此未来难以准确预测。

但通过对公司历史的了解，我们可以做出大致判断。尽管预测困难，但仍有部分公司的利润预测性较强。在实际操作中，我们可以寻找这些公司，如茅台，其可预测性和确定性都很高。预测茅台未来五年保持年化 15% 的增长，具有较高的确定性。

比如长江电力，若不并购新电站，其未来利润相对稳定，或可实现稳定增长，但也可能不稳定。与现有水平相比，其利润较稳定，不会出现大幅下滑。大幅下滑是投资者最担心的情况。例如，当前的光伏产业就经历了大幅下滑，这导致股价大幅下跌。即使未来市场不再炒作高股息，长江电力的股价也不太可能大幅下跌，其业绩具有可预测性和确定性，不会像光伏一样连续暴跌。

比如银行，近年来增长停滞，但相对稳定。只要不发生经济危机，其利润不会暴跌，具有可预测性和确定性。我们常根据过去变化预测未来，但预测未来很难，即使我花很多时间讲解，成功率也不高。

因为未来不可预测，我们需要认识到这一点。但我们可以通过分析公司的收入来源、行业未来增速和渗透率变化来大致预测未来。尽管预测难以百分百准确，但在投资或长期价值投资中，预测仍是必要的。在分析报表时，我们评估公司的商业模式并预测其未来，从而得出合理的估值。这是分析报表时的重点，也是我下一本关于估值书籍中的一章内容。

我的核心目的是想说明**估值由公司商业模式和未来成长预期共同决定**。成长预期高则估值高，商业模式优秀则盈利能力、盈利质量和报表质量均提升，进而提升估值。分析报表时，这四

添加股票小雪，免费学习
扫码解锁更多福利



点至关重要。深入剖析报表或避免误区需持续实践与探索，内容繁杂难以一蹴而就。若想深入学习，推荐阅读《扫雷》一书。

今天的内容就是这些，谢谢大家，也感谢雪球。我觉得用这套体系，三五分钟基本上就可以对一个公司有一个大概的判断了，谢谢大家。

风险提示：以上提及公司仅作直播交流使用，投资有风险，入市需谨慎。

添加股票小雪，免费学习
扫码解锁更多福利

