公司金融

第 2 章：财务报表分析入门

章节大纲

- 2.1 公司的财务信息披露
- 2.2 资产负债表
- 2.3 利润表
- 2.4 现金流量表
- 2.5 其他财务报表信息
- 2.6 财务报表分析
- 2.7 财务报告实践

学习目标 (1/5)

- 列出美国证券交易委员会 (SEC) 要求上市公司提供的四种主要财务报表，定义这四种报表，并解释每种报表的价值。
- 讨论股东权益的账面价值和市场价值之间的差异；解释为什么这两个数字几乎从不相同。

学习目标 (2/5)

计算以下指标并描述其在评估公司业绩中的作用：负债权益比、企业价值、每股收益、营业利润率、净利润率、应收账款周转天数、应付账款周转天数、存货周转天数、利息保障倍数、净资产收益率、总资产收益率、市盈率和市账率。

学习目标 (3/5)

- 讨论杜邦恒等式在分解 ROE 中的应用，并评估恒等式各组成部分增减对 ROE 的影响。
- 说明估值比率的分子与分母在是否包含债务上保持一致的重要性。

学习目标 (4/5)

- 区分现金流量表上报告的现金流量和利润表上报告的权责发生制收益；讨论现金流量相对于权责发生制收益对投资者的重要性。
- 解释财务报表中的管理层讨论与分析部分包含了哪些在财务报表其他地方找不到的信息。

学习目标 (5/5)

- 解释财务报表附注的重要性。
- 列出并描述教材中提到的财务丑闻，以及为减少此类欺诈而设计的新法规。

2.1 公司的财务信息披露

财务报表

- 公司发布的包含过往业绩信息的会计报告
- 提交给美国证券交易委员会 (SEC)
  - 10-Q：季度报告
  - 10-K：年度报告
- 还必须向股东发送包含财务报表的年度报告

财务报表的编制

- 公认会计原则 **(GAAP)**
- 审计师
  - 检查公司财务报表的中立第三方

中美对比：会计准则与定期报告制度

项目	中国（**A** 股）	美国（**SEC** 注册公司）
适用准则	境内上市公司必须采用企业会计准则（CAS），不得采用 IFRS	国内公司采用美国 GAAP；外国私人发行人可采用美国 GAAP 或 IASB 发布的 IFRS
年报披露期限	会计年度结束后 4 个月内；半年报为上半年结束后 2 个月内	10-K：年度结束后 60 天（大型加速申报人）、75 天（加速申报人）、90 天（其他）
存货发出计价	先进先出、加权平均或个别计价，无 LIFO（与 IFRS 相同）	允许 LIFO（IFRS 禁止）
长期资产减值转回	不得转回（与美国 GAAP 相同；IFRS 允许转回）	不得转回
已付利息的现金流量	计入筹资活动	计入经营活动（IFRS：经营或筹资可选）

- 趋同路径：2006 年 2 月财政部发布新准则体系，2007 年 1 月 1 日起施行；2010 年发布《持续趋同路线图》；2015 年与 IFRS 基金会联合声明，愿景是 CAS 与 IFRS 完全趋同。
- 在香港上市的中国公司可在 IFRS、HKFRS、CAS 中选择向香港投资者报告，但仍须在境内披露 CAS 报表。
- 应用：比较中美公司的现金流量、存货、资产负债表时，先对齐口径差异。

资料来源：IFRS Foundation, *Jurisdictional Profile: China*（2018 年 1 月更新）；财政部《企业会计准则》（基本准则及第 1、8、31 号）；《证券法》（2019 年修订）第 79 条；SEC, Form 10-K General Instruction A(2)；17 CFR 210.4-01；PwC (2014), *IFRS and US GAAP: similarities and differences*

财务报表的类型

- 资产负债表
- 利润表
- 现金流量表
- 股东权益变动表

2.2 资产负债表 (1/2)

- 也称为“财务状况表”
- 公司在特定时间点的财务状况快照
- 资产负债表恒等式:

$$\text{资产} = \text{负债} + \text{股东权益}$$

2.2 资产负债表 (2/2)

- 资产
  - 公司拥有的东西
- 负债
  - 公司欠的东西
- 股东权益
  - 公司资产价值与负债之间的差额

资产 (1/2)

流动资产：现金或预计在下一年内转化为现金的资产

- 现金
- 有价证券
- 应收账款
- 存货
- 其他流动资产
  - 例如：预付费用

资产 (2/2)

长期资产

- 财产、厂房和设备净值
  - 折旧（和累计折旧）
  - 账面价值 = 购置成本 - 累计折旧
- 商誉和无形资产
  - 摊销
- 其他长期资产
  - 例如：长期证券投资

表 2.1 全球集团公司资产负债表

全球集团公司合并资产负债表
截至 12 月 31 日的年度 (单位：百万美元)

资产	2022	2021	负债和股东权益	2022	2021
流动资产			流动负债		
现金	21.2	19.5	应付账款	29.2	24.5
应收账款	18.5	13.2	应付票据/短期债务	3.5	3.2
存货	15.3	14.3	长期债务当期到期部分	13.3	12.3
其他流动资产	2.0	1.0	其他流动负债	2.0	4.0
流动资产合计	**57.0**	**48.0**	流动负债合计	**48.0**	**44.0**
长期资产			长期负债		
土地	22.2	20.7	长期债务	99.9	76.3
建筑物	36.5	30.5	租赁义务		
设备	39.7	33.2	债务合计	**99.9**	**76.3**
减：累计折旧	(18.7)	(17.5)	递延税款	7.6	7.4
财产、厂房和设备净值	**79.7**	**66.9**	其他长期负债		
商誉和无形资产	20.0	20.0	长期负债合计	**107.5**	**83.7**
其他长期资产	21.0	14.0	负债合计	**155.5**	**127.7**
长期资产合计	**120.7**	**100.9**			
			股东权益	**22.2**	**21.2**
资产总计	**177.7**	**148.9**	负债和股东权益总计	**177.7**	**148.9**

负债 (1/3)

流动负债：预计在下一年内支付的款项

- 应付账款
- 短期债务/应付票据
- 长期债务的当期到期部分
- 其他流动负债
  - 应付税款
  - 应付工资

负债 (2/3)

净营运资本

$$\text{净营运资本} = \text{流动资产} - \text{流动负债}$$

负债 (3/3)

长期负债

- 长期债务
- 租赁
- 递延税款

股东权益

权益的账面价值

- 资产的账面价值 - 负债的账面价值
- 可能为负数
- 公司的许多有价值的资产可能未在资产负债表上体现

市场价值与账面价值 (1/2)

权益的市场价值 (市值)

- 每股市场价格 × 流通股数量
- 不可能为负数
- 通常与账面价值有很大差异

市场价值与账面价值 (2/2)

市账率 **(Market-to-Book Ratio)**

- 也称为价格账面价值比 (Price-to-Book Ratio)

$$\text{市账率} = \frac{\text{权益的市场价值}}{\text{权益的账面价值}}$$

- 价值股
  - 市账率低
- 成长股
  - 市账率高

企业价值

- 也称为总企业价值 (Total Enterprise Value, TEV)

$$\text{企业价值} = \text{权益的市场价值} + \text{债务} - \text{现金}$$

教材例题 2.1 (1/2)

市场价值与账面价值

问题

如果全球公司有 360 万股流通股，并且这些股票的交易价格为每股 14 美元，那么全球公司的市值是多少？该市值与全球公司 2022 年的权益账面价值相比如何？

教材例题 2.1 (2/2)

市场价值与账面价值

解答

全球公司的市值为 (360 万股) $\times$ (\$14/股) $=$ 5040 万美元。这一市值远高于全球公司 2220 万美元的权益账面价值。因此，投资者愿意支付的价格是全球公司股票账面“价值”的 50.4 / 22.2 $=$ 2.27 倍。

2.3 利润表

- 也称为“财务业绩表”
- 净利润被称为“底线 (bottom line)”

盈利计算 (1/6)

- 总销售额/收入
- 减去
- 销售成本
- 等于
- 毛利润

盈利计算 (2/6)

- 毛利润
- 减去
- 运营费用
  - 销售、一般和行政费用
  - 研发费用
  - 折旧和摊销
- 等于
- 营业利润

盈利计算 (3/6)

- 营业利润
- 加/减
- 其他收入/其他费用
- 等于
- 息税前利润 **(EBIT)**

盈利计算 (4/6)

- 息税前利润 (EBIT)
- 加/减
- 利息收入/利息费用
- 等于
- 税前利润

盈利计算 (5/6)

- 税前利润
- 减去
- 税款
- 等于
- 净利润

表 2.2 全球集团公司利润表

盈利计算 (6/6)

每股收益 **(Earnings per Share)**

$$\text{EPS} = \frac{\text{净利润}}{\text{流通股数量}}$$

- 股票期权
- 可转换债券
- 稀释 (Dilution)
- 稀释后每股收益 (Diluted EPS)

中外对比：非经常性损益与“扣非净利润”

中国：监管统一规定口径

- 证监会《解释性公告第 1 号——非经常性损益》(2023 年修订)：与正常经营业务无直接关系，或虽相关但因性质特殊、偶发而影响对盈利能力正常判断的损益；列举 22 类，如非流动性资产处置损益、非金融企业金融资产的公允价值变动损益、债务重组损益、一次性股份支付费用。
- 招股书与年报须同时披露“归属于普通股股东的净利润”和“扣除非经常性损益后的净利润”，并分别计算加权平均 ROE 和 EPS。
- 监管用途：沪市主板 IPO 的净利润标准“以扣除非经常性损益前后孰低者为准”；退市风险警示条件含“利润总额、净利润或扣非净利润孰低者为负，且营业收入低于 3 亿元”。

美国：公司自定义 **non-GAAP**，**SEC** 规范披露方式

- Regulation S-K 第 10(e) 项：须同等突出地列示最可比的 GAAP 指标并作定量调节；不得把“两年内可能再发生、或前两年已发生”的项目当作“非经常性”剔除；不得在财务报表正表或附注中列示 non-GAAP 指标。

分析用法

非经常性损益影响 = 归母净利润 − 扣非归母净利润；该差额占归母净利润的比重越高，当期利润的可持续性越弱，市盈率宜用扣非 EPS 复核。

资料来源：中国证监会《公开发行证券的公司信息披露解释性公告第 1 号——非经常性损益(2023 年修订)》；证监会《公开发行证券的公司信息披露编报规则第 9 号》(2010 年修订)；上海证券交易所《股票上市规则》(2026 年 4 月修订) 第 3.1.2 条、第 9.3.2 条；17 CFR 229.10(e)

2.4 现金流量表 (1/2)

- 净利润通常不等于公司赚取的现金量。
  - 非现金费用
    - 折旧和摊销
  - 未体现在利润表上的现金支出
    - 对财产、厂房和设备的投资

2.4 现金流量表 (2/2)

三个部分

- 经营活动
- 投资活动
- 融资活动

经营活动

根据与经营活动相关的所有非现金项目以及净营运资本的变化，对净利润进行调整。

- 折旧：加上折旧金额
- 应收账款：减去增加额，加上减少额
- 应付账款：加上增加额，减去减少额
- 存货：减去增加额，加上减少额

投资活动

- 资本性支出
- 买卖有价证券

融资活动

- 支付股利
  - 留存收益 = 净利润 - 股利
- 借款变动

教材例题 2.2 (1/2)

折旧对现金流的影响

问题

假设全球公司在 2022 年有额外的 100 万美元折旧费用。如果全球公司的税前利润适用的税率为 26%，这项费用对全球公司的盈利有何影响？它将如何影响公司年底的现金余额？

教材例题 2.2 (2/2)

解答

折旧是一项运营费用，因此全球公司的营业利润、EBIT 和税前利润将下降 100 万美元。税前利润的减少将使全球公司的税款减少 $26\% \times \$1$百万 $= \$0.26$百万。因此，净利润将下降 $1 - 0.26 = \$0.74$百万。在现金流量表上，净利润将下降 0.74 百万美元，但我们将加回额外的

100 万美元折旧，因为它不是现金费用。因此，经营活动现金流将增加 $-0.74 + 1 = \$0.26$百万。也就是说，全球公司年底的现金余额将增加 0.26 百万美元，这正是额外折旧费用带来的节税额。

2.5 其他财务报表信息

财务报表中包含的其他几项信息值得一提：

- 股东权益变动表
- 管理层讨论与分析
- 财务报表附注

股东权益变动表

$$\begin{aligned}\text{股东权益变动} &= \text{留存收益} + \text{股票净销售额} \\ &= (\text{净利润} - \text{股利}) + (\text{股票销售额} - \text{股票回购额})\end{aligned}$$

管理层讨论与分析

表外交易

- 可能对公司未来业绩产生重大影响，但未出现在资产负债表上的交易或安排。

财务报表附注

- 除了四份财务报表外，公司还提供详尽的附注，对报表中提供的信息作进一步的详细说明。
- 例如，附注记录了编制报表时使用的重要会计假设。

教材例题 2.3 (1/2)

问题

2021 年，荷美尔食品公司 (HRL) 报告了按可报告分部/产品类别划分的以下销售收入（单位：百万美元）：

	2021	2020
杂货产品	$2,809	$2,385
冷藏食品	$6,333	$5,271
Jennie-O 火鸡店	$1,495	$1,333
国际及其他	$748	$618

哪个类别的百分比增长最高？如果荷美尔从 2021 年到 2022 年各类别保持相同的百分比增长，其 2022 年的总收入将是多少？

教材例题 2.3 (2/2)

解答

- 杂货产品销售额的百分比增长为 $2809/2385 - 1 = 17.8\%$。
- 同样，冷藏食品的增长为 20.1%。
- Jennie-O 火鸡店增长了 12.2%。
- 荷美尔增长最高的类别是国际及其他，为 $748/618 - 1 = 21.0\%$。

如果这些增长率再持续一年，杂货产品的销售额将为 $2809 \times 1.178 = \$3309$ 百万，其他类别将分别为 \$7609 百万、\$1677 百万和 \$905 百万。总收入为 \$13.5 十亿。

2.6 财务报表分析

用于：

- 比较公司自身不同时期的情况
- 比较公司与其他相似公司的情况

盈利能力比率 (1/2)

- 毛利率

$$\text{毛利率} = \frac{\text{毛利润}}{\text{销售额}}$$

- 营业利润率

$$\text{营业利润率} = \frac{\text{营业利润}}{\text{销售额}}$$

盈利能力比率 (2/2)

- **EBIT** 利润率

$$\text{EBIT 利润率} = \frac{\text{EBIT}}{\text{销售额}}$$

- 净利润率

$$\text{净利润率} = \frac{\text{净利润}}{\text{总销售额}}$$

流动性比率

- 流动比率

$$\frac{\text{流动资产}}{\text{流动负债}}$$

- 速动比率

$$\frac{(\text{现金} + \text{短期投资} + \text{应收账款})}{\text{流动负债}}$$

- 现金比率

$$\frac{\text{现金}}{\text{流动负债}}$$

教材例题 2.4 (1/2)

计算流动性比率

问题

计算全球公司的速动比率和现金比率。根据这些指标，其流动性在 2021 年和 2022 年之间有何变化？

教材例题 2.4 (2/2)

解答

2021 年，全球公司的速动比率为 $(19.5 + 18.5)/44.0 = 0.86$，现金比率为 $19.5/44.0 = 0.44$。2022 年，这些比率分别为

$(21.2 + 13.2)/48.0 = 0.72$ 和 $21.2/48.0 = 0.44$。因此，全球公司的现金

比率在此期间保持稳定，而其速动比率略有下降。尽管这些流动性指标没有恶化，但它们水平较低，再加上全球公司经营和投资活动的现金流持续为负（如现金流量表所示），可能引起投资者的担忧。

营运资本比率 (1/2)

- 应收账款周转天数

$$\text{应收账款周转天数} = \frac{\text{应收账款}}{\text{日均销售额}}$$

- 应付账款周转天数

$$\text{应付账款周转天数} = \frac{\text{应付账款}}{\text{日均销售成本}}$$

- 存货周转天数

$$\text{存货周转天数} = \frac{\text{存货}}{\text{日均销售成本}}$$

营运资本比率 (2/2)

- 应收账款周转率

$$\text{应收账款周转率} = \frac{\text{年销售额}}{\text{应收账款}}$$

- 应付账款周转率

$$\text{应付账款周转率} = \frac{\text{年销售成本}}{\text{应付账款}}$$

- 存货周转率

$$\text{存货周转率} = \frac{\text{年销售成本}}{\text{存货}}$$

利息保障倍数

- EBIT / 利息
- EBITDA / 利息
  - EBITDA = EBIT + 折旧和摊销

教材例题 2.5 (1/2)

计算利息保障倍数

问题

分别以 EBIT 和 EBITDA 计算利息保障倍数，评估全球公司偿付利息义务的能力。

教材例题 2.5 (2/2)

解答

2021 年和 2022 年，全球公司的利息保障倍数如下：

- 2021：$\frac{\text{EBIT}}{\text{利息}} = \frac{7.1}{4.6} = 1.54$ 和 $\frac{\text{EBITDA}}{\text{利息}} = \frac{7.1+1.1}{4.6} = 1.78$
- 2022：$\frac{\text{EBIT}}{\text{利息}} = \frac{10.4}{7.7} = 1.35$ 和 $\frac{\text{EBITDA}}{\text{利息}} = \frac{10.4+1.2}{7.7} = 1.51$

全球公司的利息保障倍数偏低且不断下降，这可能令其债权人担忧。

杠杆比率 (1/2)

- 负债权益比

$$\text{负债权益比} = \frac{\text{总负债}}{\text{总权益}}$$

- 负债资本比

$$\text{负债资本比} = \frac{\text{总负债}}{\text{总权益} + \text{总负债}}$$

杠杆比率 (2/2)

- 净负债
  - 总负债 - (现金及短期投资)
- 负债与企业价值比

$$\text{负债与企业价值比} = \frac{\text{净负债}}{\text{股权市值} + \text{净负债}}$$

- 权益乘数

$$\text{权益乘数} = \frac{\text{总资产}}{\text{权益账面价值}}$$

估值比率

- 市盈率 **(P/E Ratio)**

$$\text{市盈率} = \frac{\text{市值}}{\text{净利润}} = \frac{\text{股价}}{\text{每股收益}}$$

- 企业价值/**EBIT**

$$\frac{\text{股权市值} + \text{负债} - \text{现金}}{\text{EBIT}}$$

- 企业价值/销售额

$$\frac{\text{股权市值} + \text{负债} - \text{现金}}{\text{销售额}}$$

教材例题 2.6 (1/3)

计算盈利能力和估值比率

问题

考虑截至 2022 年 3 月沃尔玛 (WMT) 和塔吉特 (TGT) 的以下数据（单位：十亿美元）：

	WMT	TGT
销售额	572.8	106.0
EBIT	25.9	9.1
折旧与摊销	10.7	2.6
净利润	13.7	6.9
市值	390.6	100.2
现金	14.8	5.9
负债	43.9	13.7

比较沃尔玛和塔吉特的 EBIT 利润率、净利润率、市盈率以及企业价值与销售额、EBIT 和 EBITDA 的比率。

教材例题 2.6 (2/3)

解答 (沃尔玛)

- **EBIT** 利润率：$\$25.9/572.8 = 4.5\%$
- 净利润率：$\$13.7/572.8 = 2.4\%$
- 市盈率：$\$390.6/13.7 = 28.5$
- 企业价值：$\$390.6 + 43.9 - 14.8 = \$419.7$ 十亿
- 企业价值/销售额：$\$419.7/572.8 = 0.73$
- 企业价值/**EBIT**：$\$419.7/25.9 = 16.2$
- 企业价值/**EBITDA**：$\$419.7/(25.9 + 10.7) = 11.5$

教材例题 2.6 (3/3)

解答 (塔吉特)

- **EBIT** 利润率：$\$9.1/106 = 8.6\%$
- 净利润率：$\$6.9/106 = 6.5\%$
- 市盈率：$\$100.2/6.9 = 14.5$
- 企业价值：$\$100.2 + 13.7 - 5.9 = \$108$ 十亿
- 企业价值/销售额：$\$108.0/106 = 1.0$
- 企业价值/**EBIT**：$\$108/9.1 = 11.9$
- 企业价值/**EBITDA**：$\$108/(9.1 + 2.6) = 9.2$

经营收益率

- 净资产收益率 **(ROE)**

$$\text{ROE} = \frac{\text{净利润}}{\text{权益账面价值}}$$

- 总资产收益率 **(ROA)**

$$\text{ROA} = \frac{\text{净利润} + \text{利息费用}}{\text{资产账面价值}}$$

- 投资资本收益率 **(ROIC)**

$$\text{ROIC} = \frac{\text{EBIT}(1 - \text{税率})}{\text{权益账面价值} + \text{净负债}}$$

教材例题 2.7 (1/3)

计算经营收益率

问题

通过计算投资资本收益率的变化，评估全球公司在过去一年中利用资产的效率有何变化。

教材例题 2.7 (2/3)

解答 (步骤 1)

- 2022 年，全球公司的 ROA 为 $(2.0 + 7.7)/177.7 = 5.5\%$，而 2021 年的 ROA 为 $(1.9 + 4.6)/148.9 = 4.4\%$。
- 要计算 ROIC，我们需要计算税后 EBIT，这需要估算全球公司的税率。
- 因为净利润 = 税前利润 × (1 - 税率)，我们可以估算 (1 - 税率) = 净利润 / 税前利润。
- 因此，EBIT × (1 - 税率) 在 2022 年为 $10.4 \times (2.0/2.7) \approx 7.7$，在 2021 年为 $7.1 \times (1.9/2.5) \approx 5.4$。

教材例题 2.7 (3/3)

解答 (步骤 2)

- 要计算投资资本，首先注意全球公司的净负债在 2021 年为 $3.2 + 12.3 + 76.3 - 19.5 = 72.3$，在 2022 年为 $3.5 + 13.3 + 99.9 - 21.2 = 95.5$。
- 因此，2022 年的 ROIC 为 $7.7/(22.2 + 95.5) = 6.5\%$，而 2021 年为 $5.4/(21.2 + 72.3) = 5.8\%$。
- 全球公司从 2021 年到 2022 年 ROA 和 ROIC 的提高表明，全球公司能够更有效地利用资产，并提高了收益率。

杜邦恒等式

将 ROE 表示为公司盈利能力、资产效率和杠杆的乘积。

$$\text{ROE} = \left(\frac{\text{净利润}}{\text{销售额}}\right) \times \left(\frac{\text{销售额}}{\text{总资产}}\right) \times \left(\frac{\text{总资产}}{\text{权益账面价值}}\right)$$

$$\text{ROE} = \text{净利润率} \times \text{资产周转率} \times \text{权益乘数}$$

教材例题 2.8 (1/3)

ROE 的决定因素

问题

截至 2022 年 1 月的年度，沃尔玛 (WMT) 的销售额为 572.8 十亿美元，净利润为 13.7 十亿美元，总资产为 244.9 十亿美元，权益账面价值为 83.3 十亿美元。同期，塔吉特 (TGT) 的销售额为 106 十亿美元，净利润为 6.9 十亿美元，总资产为 53.8 十亿美元，权益账面价值为 12.8 十亿美元。比较这两家公司在此期间的盈利能力、资产周转率、权益乘数和净资产收益率。如果塔吉特在此期间的权益乘数与沃尔玛相近，其 ROE 会是多少？

教材例题 2.8 (2/3)

解答 (比较)

- 沃尔玛的净利润率 (见例题 2.6) 为 $13.7/572.8 = 2.39\%$，低于塔吉特的净利润率 $6.9/106 = 6.51\%$。
- 另一方面，沃尔玛更有效地利用其资产，资产周转率为 $572.8/244.9 = 2.34$，而塔吉特仅为 $106/53.8 = 1.97$。
- 最后，塔吉特的杠杆（以账面价值计）更高，权益乘数为 $53.8/12.8 = 4.20$，而沃尔玛的权益乘数为 $244.9/83.3 = 2.94$。
- 接下来，我们直接计算每家公司的 ROE，并用杜邦恒等式加以分解。

教材例题 2.8 (3/3)

解答 (ROE 计算)

沃尔玛

$$ROE = \frac{13.7}{83.3} = 16.4\% = 2.39\% \times 2.34 \times 2.94$$

塔吉特

$$ROE = \frac{6.9}{12.8} = 53.9\% = 6.51\% \times 1.97 \times 4.20$$

- 注意，尽管资产周转率较低，但由于净利润率和杠杆较高，塔吉特的 ROE 高于沃尔玛。
- 如果塔吉特有与沃尔玛相当的账面杠杆，即有相同的权益乘数，其 ROE 将是：$6.51\% \times 1.97 \times 2.94 = 37.7\%$。

中美对比：ROE 的水平与口径

	中国	美国
样本：上市公司数（家）	6,307	5,994
ROE（汇总净利润 / 汇总权益账面价值）	7.9%	17.2%
剔除金融业后的 ROE	6.5%	17.6%
净利润率（汇总净利润 / 汇总销售额）	7.2%	9.7%
隐含销售额 / 权益账面价值（ROE 除以净利润率）	1.10	1.77
市账率（汇总市值 / 汇总权益账面价值）	1.56	4.61

- 杜邦分解：中国 ROE 较低，既因净利润率较低（7.2% 对 9.7%），也因“销售额 / 权益”（资产周转率与权益乘数之积）较低（1.10 对 1.77）。
- 口径不同：A 股年报按证监会规则披露“加权平均净资产收益率”——分母为归属于普通股股东的加权平均净资产（不含少数股东权益），并另披露扣非 ROE；本章公式用的是权益账面价值。
- 历史教训：1996–1998 年配股须连续三年每年 ROE 不低于 10%，ROE 因而集中在 10% 略上方；部分公司靠超额营业外收入“达标”（Chen & Yuan, 2004）。
- 谨慎使用：汇总口径含亏损公司，会计 ROE 只是对投资回报的粗略度量。

资料来源：Damodaran Online（NYU Stern）ROE、净利润率与市账率数据集，2026 年 1 月更新，数据截至 2025 年第三季度的最近 12 个月；证监会《公开发行证券的公司信息披露编报规则第 9 号》（2010 年修订）；Chen & Yuan (2004), *The Accounting Review*

2.7 财务报告实践

即使有各种保障措施，财务报告滥用事件仍然发生：

- 安然 (Enron)
- 世界通信 (WorldCom)
- 萨班斯-奥克斯利法案 (SOX)
- 多德-弗兰克法案
- 国际法规案例：Wirecard

中外对比：财务造假的中国案例——康美药业

报告期（亿元）	虚增营业收入	虚增营业利润	虚增货币资金	占披露净资产
2016 年年报	89.99	6.56	225.49	76.74%
2017 年年报	100.32	12.51	299.44	93.18%
2018 年半年报	84.84	20.29	361.88	108.24%

- 虚增货币资金占披露总资产的 41%–46%；手段包括伪造、变造大额定期存单和银行对账单，并虚增利息收入（2016 年 1.51 亿元、2017 年 2.28 亿元）。
- 2018 年年报另将 6 个工程项目纳入表内，虚增固定资产 11.89 亿元、在建工程 4.01 亿元、投资性房地产 20.15 亿元。
- 2016–2018 年累计向控股股东及关联方提供非经营性资金 116.19 亿元，年报未披露（重大遗漏）。
- 分析提示：核对资产负债表、利润表与现金流量表的勾稽关系（如货币资金与利息收入是否匹配），并关注审计意见与关联方资金往来披露。

资料来源：中国证监会行政处罚决定书〔2020〕24 号（2020 年 5 月 13 日）；上海证券交易所纪律处分决定书〔2020〕65 号（2020 年 7 月 20 日）

中美对比：财务造假的问责体系

	中国	美国
公司罚款	虚假记载：100 万–1000 万元（2020 年 3 月 1 日起；此前 30 万–60 万元）	SEC 可处民事罚款并追缴违法所得；2025 财年 456 起执法行动，判令支付 179 亿美元（剔除斯坦福案及刑事判决抵偿部分后约 27 亿美元）
个人责任	直接责任人 50 万–500 万元；实控人组织、指使者 100 万–1000 万元；此前 3 万–30 万元	2025 财年约 2/3 的独立执法行动含对个人的指控；禁止 119 人担任上市公司高管或董事
民事赔偿	发行人赔偿；实控人、董监高、保荐人、承销商连带，除非证明无过错；投资者保护机构可发起“默示加入”的特别代表人诉讼	私人集体诉讼：2025 年新增 207 起；和解 74 起共 30 亿美元，中位数 1,730 万美元
速度	康美案：2021 年 4 月 8 日投服中心申请作代表人，11 月 12 日一审判决，约 7 个月	起诉到和解听证的中位数约 3.5 年（2025 年）

- 康美药业：2020 年 5 月按旧法处罚公司 60 万元、马兴田 90 万元；2021 年 11 月民事判决 24.59 亿元，马兴田等 6 人 100% 连带。
- 2025 年证监会查办财务造假案 97 起，处罚 65 家上市公司、392 名责任人，罚款 30 亿元。

资料来源：《证券法》（2019 年修订）第 85、95、197 条；《证券法》（2014 年修正）第 193 条；证监会行政处罚决定书〔2020〕24 号；新华社（2021 年 11 月 12 日）；证监会《2025 年中国证监会执法情况综述》（2026 年 4 月 17 日）；SEC 新闻稿 2026-34；Cornerstone Research (2026), *Securities Class Action Filings—2025 Year in Review* 及 *Securities Class Action Settlements—2025 Review and Analysis*