



财报重构下的经营现金流拆解及盈利质量刻画

2024 年 11 月 11 日

► **传统的财务报表编制存在局限性，混淆了经营活动和金融活动。**在标准的财务报表中，净利润和资产负债表的变动可能同时包含了来自日常经营活动和金融活动的影响，使得分析者难以准确评估企业的核心业务表现。

► **企业价值的增长主要源自其核心经营活动，而非金融活动。**经营活动是企业利润的直接来源，直接关系到企业的市场竞争力和盈利能力。只有在这些经营活动产生利润并扣除了必要的运营成本和资本支出之后，剩余的价值才会转化为股东权益的增加。因此，评估企业是否能够持续创造价值，关键在于其经营活动的效率和盈利性，而非仅仅依赖于金融操作或市场融资活动。**自由现金流的计算应该专注于企业的核心经营活动。**

► **原始的自由现金流计算存在模糊不清的问题。**首先，利润中无法区分经营利润和金融收益，导致经营利润和金融收益之间的界限模糊。其次，财务费用的干扰。原始计算方法没有区分经营活动产生的财务费用和融资活动产生的财务费用，这可能导致自由现金流的计算受到融资决策的影响。

► **现金恒等式为分析企业的现金流提供了一个清晰的框架。**根据斯蒂芬·佩因曼教授的理论，现金恒等式表达为：**经营活动产生的现金流减去经营资产的现金投资等于支付给债权人和股东的净现金流**。这个等式的左边，即自由现金流，代表了企业在满足其核心业务运营和投资需求后，可供分配给资本提供者的现金流量。现金恒等式的重要性在于，它不仅明确了自由现金流的计算方法，而且还强调了企业经营活动与融资活动之间的资金流动关系。

► **基于财务报表经营金融活动分离的现金流因子表现显著增强。**传统财务报表的编制方式可能无法充分揭示企业经营活动与融资活动对现金流的影响。佩因曼提出的二元分离法的核心在于将资产和负债划分为经营性和金融性类别，并相应地调整利润表和现金流量表，以确保经营活动产生的现金流量与融资活动产生的现金流量被明确区分。重构后现金流因子rank_IC从原始的1.30%提升至1.55%，现金流稳定性因子的多头年化收益从8.1%提升至10.2%，夏普比率从0.26提升至0.35，PCF因子的多头年化收益从原始的8.95%提升至10.26%，得到显著提升。

► **ROE 杜邦分解与 CFOR 分解相结合更真实反映企业盈利和竞争力。**传统的杜邦分析体系通过分解净资产收益率（ROE）来评估企业的盈利能力、资产管理效率和财务杠杆效应。然而，这种方法主要依赖于会计利润，可能无法准确反映企业真实的现金生成能力。CFOR 分解方法通过引入自由现金流的概念，提供了一种新的评估企业绩效的视角。这种策略将经营活动产生的现金流量作为新的衡量指标，计算单位经营资产下的现金流，以更真实地反映企业的现金盈利能力。

► **现金牛组合在不同年份均能显著战胜基准。**从2010年至2024年10月，现金牛组合实现了24.58%的年化收益，信息比率为1.97，而中证800内的现金牛组合年化收益达到16.75%，信息比率为1.75，超额年化收益为15.24%。中证500内的现金牛组合年化收益为17.03%，信息比率为1.88。在中证1000指数成分股中，现金牛组合自2014年以来也实现了19.5%的年化收益，信息比率为2.16。截至2024年11月1日，现金牛和宽基内的现金牛组合本年分别实现超额收益6.15%、9.78%、8.43%和15.83%。

► **风险提示：**会计政策变更风险；行业竞争加剧风险。

**分析师 叶尔乐**

执业证书：S0100522110002

邮箱：yeerle@mszq.com

研究助理 吴自强

执业证书：S0100122120016

邮箱：wuziqiang@mszq.com

相关研究

1. 量化周报：流动性再次确认上行-2024/11/10
2. 量化分析报告：2024 年三季报行业个股超预期扫描-2024/11/05
3. 资产配置月报：十一月配置视点：并购重组行情对比：2014 与 2024-2024/11/05
4. 量化大势研判：十一月大势研判：小盘+预期成长风格占优-2024/11/04
5. 量化周报：流动性下行状态延续-2024/11/03

目录

1 自由现金流的计算及存在的问题	3
1.1 自由现金流的基本计算公式	3
1.2 传统 FCF 计算中的问题	4
1.3 打开黑箱：自由现金流的三种理解	5
2 企业活动二元分离及自由现金流修正	8
2.1 资产负债表的二元分离	8
2.2 利润表的二元分离	12
2.3 现金流量表的二元分离	15
2.4 不同算法下的自由现金流差距及其意义	18
2.5 重构现金流的相关常见因子测算	20
3 现金流视角下的盈利质量刻画及选股策略	22
3.1 杜邦分析忽略了盈利“含金量”	22
3.2 现金流选股策略	27
4 总结与展望	35
5 风险提示	36
6 参考文献	37
插图目录	38
表格目录	39

1 自由现金流的计算及存在的问题

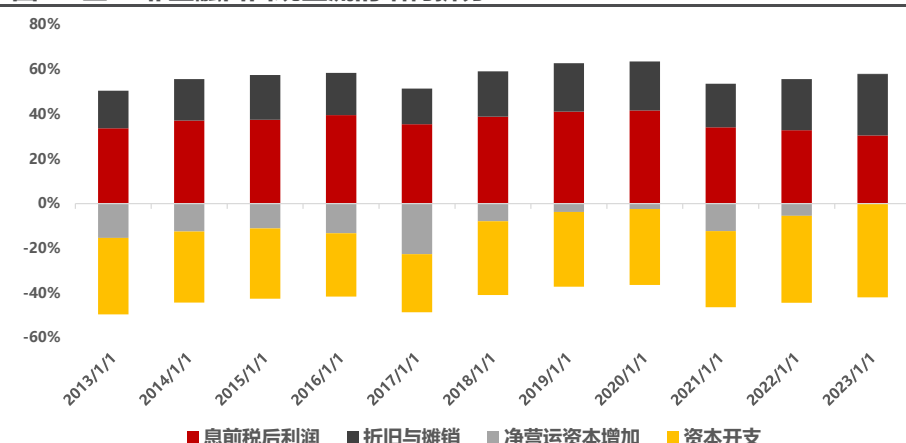
1.1 自由现金流的基本计算公式

自由现金流是一种财务方法，用来衡量企业实际获得的能够回报股东的现金。指在不危及公司生存与发展的前提下可供分配给股东(和债权人)的最大现金额。简单地讲，自由现金流量就是企业产生的在满足了再投资需要之后剩余的现金流量。这部分现金流量是在不影响公司持续发展的前提下可供分配给企业资本供应者的最大现金额。

科普兰 (Tom Copeland, 1990)比较详尽地阐述了自由现金流量的计算方法：“自由现金流量等于企业的税后净营业利润加上折旧及摊销等非现金支出，再减去营运资本的追加和物业厂房设备及其他资产方面的投资。它是公司所产生的税后现金流量总额，可以提供给公司资本的所有供应者，包括债权人和股东。”即：

$$\text{自由现金流量} = (\text{税后净营业利润} + \text{折旧及摊销}) - (\text{资本支出} + \text{营运资本增加})$$

图1：全 A 非金融自由现金流的结构拆分



资料来源：wind，民生证券研究院

科普兰提出的自由现金流量 (FCF) 计算方法，虽然在理论上为衡量公司的现金流量提供了一个清晰的框架，但在实际应用中，由于会计准则和实践的差异，可能会导致不同的计算结果。

1.2 传统 FCF 计算中的问题

自由现金流主要关注的是企业核心经营活动产生的现金流量。因为经营活动是企业持续产生收入和利润的主要来源，反映了企业的主营业务表现和市场竞争能力。原始的自由现金流计算方法主要基于净利润和资本支出等财务指标，但这种方法存在一些问题，特别是在区分经营活动和金融活动方面。

1.2.1 利润中无法区分经营利润和金融收益

原始方法通常使用净利润作为计算自由现金流的起点，但净利润包含了经营活动和金融活动产生的所有收益。这可能导致经营利润和金融收益之间的界限模糊，使得自由现金流的计算无法准确反映企业的核心经营绩效。例如，如果企业通过债务投资活动获得了大量收益，这可能会虚增经营利润，从而高估了企业的自由现金流。

1.2.2 财务费用的干扰

在原始的自由现金流计算中，财务费用（如利息支出）通常从净利润中扣除，以得到税后净营业利润。然而，这种方法没有区分经营活动产生的财务费用和融资活动产生的财务费用。这可能导致自由现金流的计算受到融资决策的影响，而不是仅仅反映经营活动的现金生成能力。

1.2.3 报表编制逻辑不同

传统的财务报表编制可能没有明确区分经营资产和金融资产，也没有区分经营负债和金融负债。这种编制方式可能导致资产和负债的分类不够精确，从而影响自由现金流的准确性。例如，如果企业的某些金融资产被错误地归类为经营资产，那么在计算自由现金流时可能会错误地扣除这些资产的变动。

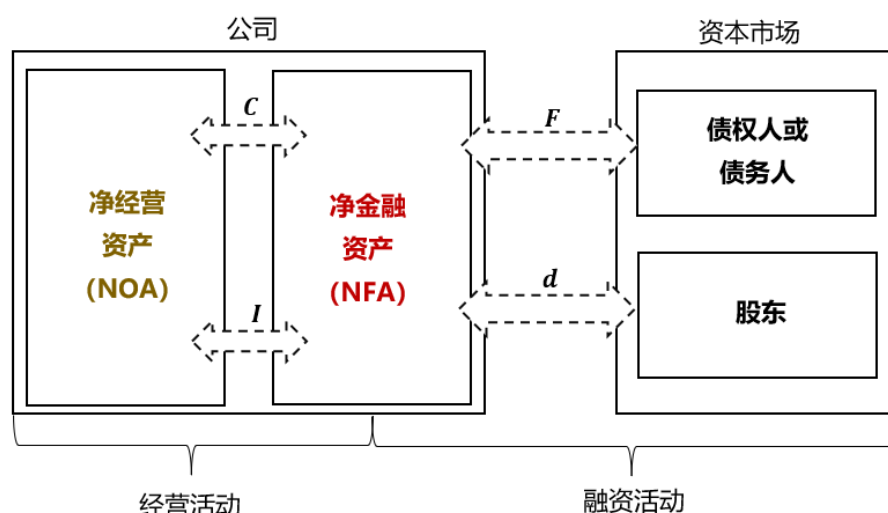
下面，我们参考哥伦比亚商学院教授斯蒂芬·H.佩因曼(Stephen H.Penman)在《财务报表分析与证券估值》中提出的分析方法，打开现金流运转的黑箱，观察现金流的产生与处置过程，并明晰自由现金流的计算。

1.3 打开黑箱：自由现金流的三种理解

公司的现金流活动是一个紧密关联内部资金管理和资本市场的动态过程。公司通过其核心业务——销售商品或提供服务产生初始现金流，这一过程称为经营活动现金流，是企业日常运营的财务基石。公司通过经营活动产生的现金流，在扣除必要的运营成本（如员工薪酬、租金等）后，形成净现金流。**自由现金流的计算专注于企业的核心经营活动，以提供准确可靠的指标衡量企业的现金生成能力。**

自由现金流产生后无非转变为金融资产（现金、股东回报、债权人回报）。金融资产的购置实质上是一种融资行为，公司在此过程中扮演资金出借者的角色，这与借款行为一起构成了资本市场交易的一部分。当公司现金流充裕时，它可能选择成为债券市场的净买家，通过购买债券成为债权人，从而获得定期的利息收入。相对地，若公司面临资金需求，它可能通过发行债券或进行其他债务融资方式，成为债务人，以满足短期或长期的资本需求。

图2：流向索取权人的现金流和公司内部的现金流



资料来源：民生证券研究院绘制；注：F=债权人或债务人净现金流，d=股东净现金流，NFA=净金融资产=金融资产-金融负债，C=经营现金流，I=现金投资¹，NOA=净经营资产=经营资产-经营负债。

现金流作为一种流量，在一处流出必然在另一处流入。依据该基本原则，斯蒂芬·佩因曼构建了现金恒等式，即：

自由现金流 = 向股东支付的净股利 + 对债券持有人或发行人的净支付²

$$C - I = d + F$$

也即源自经营活动的现金流减去对经营活动的现金投资恒等于支付给债权人

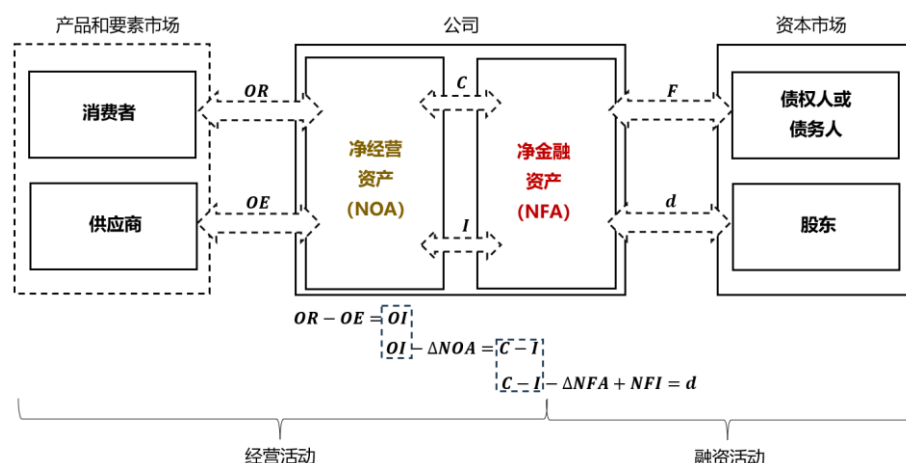
¹ 注意，“投资活动”这一术语专指投资经营资产而非金融资产，虽然经常会涉及到净金融资产的变现。所以在计算投资于经营活动的现金流时，需要用现金流量表中“投资活动产生的现金流”减去生息证券的净投资。

² 即使在没有债务和不分红的情况下，自由现金流（C - I）仍然等于支付给债权人和股东的现金流量（d + F），这里的“支付”可以是多种形式，包括增加现金储备、再投资、偿还债务或股票回购等。

(或者发行人) 和股东的净现金流。等式的左边 ($C - I$) 是自由现金流。如果经营产生的现金多于投资使用的现金, 则自由现金流为正; 如果经营产生的现金小于投资所需的现金, 则自由现金流为负。正的自由现金流用于购买债券 (F) 或者发放股利 (d), 负的自由现金流要求公司发现债券或者股票, 以缓解现金短缺。

我们再从经营活动角度来审视自由现金流。

图3: 公司现金流的存量与流量



资料来源: 民生证券研究院绘制; 注: 净经营资产 NOA 用于经营, 产生经营收入 OR, 发生经营费用 OE, Δ 表示变化。

上图描述三种企业活动——融资、投资和经营活动——涉及的存量和流量。

通常, 我们将经营和投资都作为经营活动, 因为投资是购买资产用于经营的行为, 就此将经营活动 (含投资) 与融资活动区分开来。

自由现金流等于经营活动现金流与现金投资之差。我们还可以从权责发生制会计下的利润表和资产负债表计算自由现金流。从上图的左边移到右边, 我们就能看到自由现金流是怎样产生的:

$$\text{自由现金流} = \text{经营收益} - \text{净经营资产变化}$$

$$C - I = OI - \Delta NOA$$

上式的含义是: 经营活动产生经营收益, 而自由现金流是经营收益再投资于净经营资产后的剩余部分。

为什么不需要考虑折旧与摊销呢?在传统自由现金流的计算中, 资本支出 (CapEx) 通常包含了折旧和摊销等非现金费用。这些费用虽减少了净利润, 但并未造成实际的现金流出。因此, 计算自由现金流时, 需将这些非现金费用加回, 以准确反映经营活动产生的现金流量。这一过程实际上反映了用于资产更新的实际现金支出。同时, 净经营资产的变化 (ΔNOA) 包括了所有经营性资产和负债的现金变动, 如资产买卖和应收应付账款的变动。由于折旧和摊销不影响实际的现金流动, 计算 ΔNOA 时无需单独考虑这些非现金项目。实际上, ΔNOA 已经包含了对

资产更新的实际现金投资。

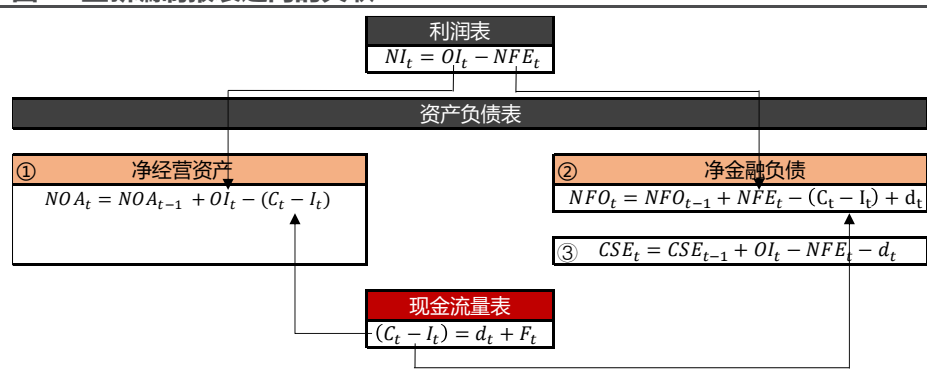
最后一种角度从金融资产的内部变化来理解自由现金流。图的右边解释了自由现金流是如何处置的：

$$\text{自由现金流} = \text{净金融资产变化} - \text{净财务收益} + \text{净股利}$$

$$C - I = \Delta NFA - NFI + d$$

即自由现金流用于支付净股利，剩下的投资于净金融资产，产生净财务收益。

图4：重新编制报表之间的关联



资料来源：民生证券研究院绘制

虽然自由现金流是经营活动产生的现金流的一部分，但它本身并不直接等于增加的股东价值。股东价值的增加主要来自于经营活动产生的利润，在支付了所有费用和投资之后，才会反映在股东权益的增长上。自由现金流更像是一种“剩余”，它在满足了经营活动的投资需求之后，可以用于支付股息、偿还债务或其他融资活动，但这些活动和股东权益价值的创造不完全相同。

2 企业活动二元分离及自由现金流修正

长期来说价值的创造更多源自企业的经营活动。因此我们分析报表的结构，首先把经营活动和融资活动区分开对待。这样做是基于一个原则：不能在不了解企业经营业务的情况下去评价企业。将经营活动和融资活动区分开来需要了解财务报表中每个项目在企业活动中的作用。此外，重新编制报表还能够将经营活动置于聚光灯下，从而使得这种报表比公开披露的报表更能够对企业做出详尽的描述。**通过将三张财务报表的重新编制，可以从多个角度重新计算自由现金流，达到交叉对比验证的效果。**

2.1 资产负债表的二元分离

资产负债表根据流动性将资产分为流动和非流动两类，以衡量企业偿还短期债务的能力，但可能不够合理。流动资产包括现金、应收款项和存货等，预计在一个正常经营周期或会计年度内变现、出售或消耗。非流动资产则包括长期投资、固定资产和无形资产等，不预计在该期间内变现或消耗。

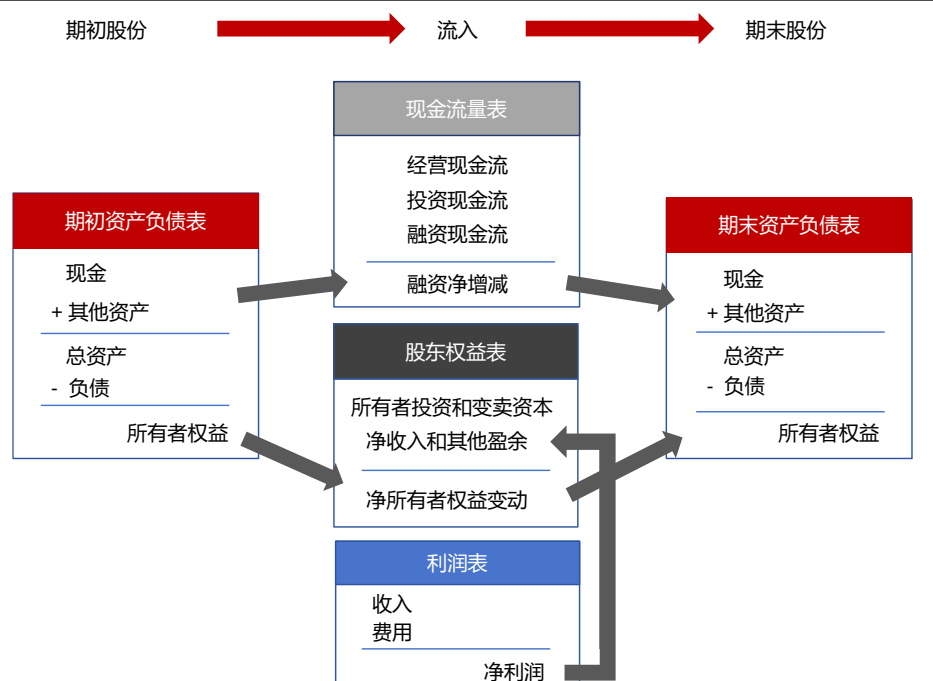
会计实务中，资产的流动性分类涉及主观判断，如对“预计”和“目的”的评估。现金、存货、应收款项和预付款项通常被划分为流动资产，而忽略了它们的实际变现能力。例如，公司可能将资金投资于股票或国债，形成交易性金融资产、持有至到期投资或可供出售金融资产，这些资产的分类取决于公司对投资期限和目的的预期。

尽管会计准则将存货归类为流动资产，而将某些金融资产归类为非流动资产，但实际上，金融资产可能在公司需要现金时更容易出售。持有至到期投资的债券和可供出售金融资产的股票往往具有较高的流动性和易于变现，尤其是在存在活跃交易市场的条件下，其变现能力可能超过存货。**因此，会计准则的分类有时可能无法准确反映资产的实际流动性。**

在负债的分类上也存在类似的问题：**以久期而非经营逻辑区分**。负债分类为流动和非流动负债的传统方法存在缺陷，因为它没有充分考虑负债与公司经济活动的逻辑联系，也没有区分负债是否带来资金成本。这种分类忽视了经营活动产生的负债与筹资活动产生的负债之间的差异，以及不同负债对公司资金成本的影响。

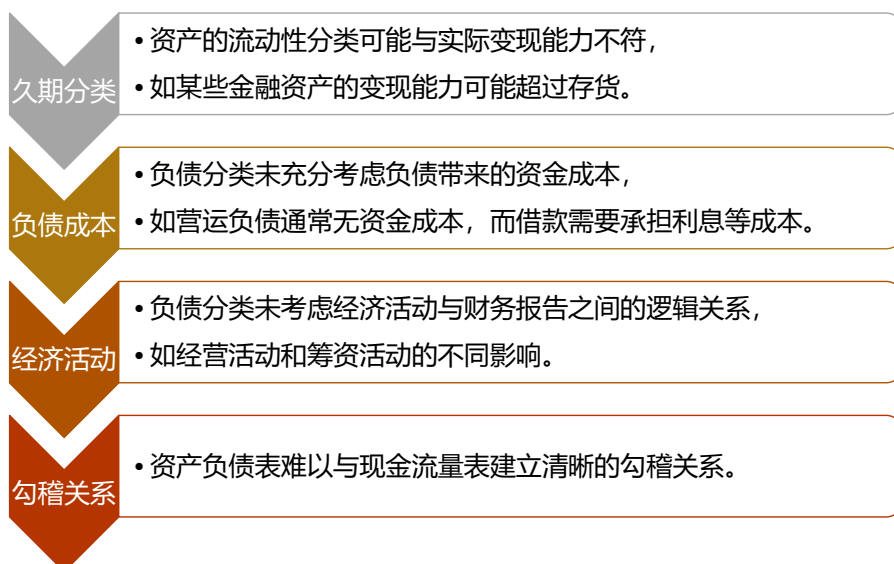
最后，资产负债表本身也很难建立起与现金流量表之间清晰的勾稽关系。

图5：财务报表之间的勾稽关系



资料来源：民生证券研究院绘制

图6：资产负债表存在的问题



资料来源：民生证券研究院绘制

为了分析和后续估值，我们参考佩因曼提出的<二元分离法>，对资产负债表进行重构。

图7：经营金融分离后的资产负债表（简化）

资产负债表				➡	重新编制的资产负债表			
资产		负债及所有者权益			经营资产		净金融负债及股东权益	
经营资产	OA	经营负债	OL		经营资产	OA	金融负债	FO
金融资产	FA	金融负债	FO		经营负债	(OL)	金融资产	(FA)
	——	普通股权益	CSE				净金融负债	NFO
总资产	OA+FA	总索取权	OL+FO+CSE				普通股权益	CSE
					净经营资产	NOA		NFO+CSE

资料来源：民生证券研究院绘制

于是我们可以得到如下的关系：

$$\text{净经营资产} NOA = OA - OL$$

$$\text{净金融资产} NFA = FA - FO$$

$$\text{普通股权益} CSE = NOA + NFA$$

通常 NFA 为负，这时即为净金融负债（NFO）：

$$CSE = NOA - NFO$$

这个公式表明了所有者权益即为在净经营资产+净金融资产，并且在净金融资产上的投资可以为负。

下面，我们以洋河股份为例，说明如何进行资产负债表的重构：

表1：洋河股份-经营金融活动分离后的资产负债表（亿元）

日期	2023年12月	2022年12月	2021年12月	2020年12月	2019年12月	2018年12月	2017年12月	2016年12月	2015年12月	2014年12月	2013年12月	2012年12月	2011年12月	2010年12月
应收票据	5.26	5.26	6.64	6.13	6.59	2.43	2.13	1.52	0.83	0.77	1.2	0.53	13.94	1.26
应收账款	0.04	0.45	0.01	0.04	0.16	0.05	0.08	0.11	0.06	0.09	0.22	0.55	0.36	0.32
预付账款	0.51	0.11	0.09	0.09	2	0.19	0.87	0.69	0.8	0.98	1.53	2.92	5.71	1
其他应收款(扣除应收利息、股利)	0.58	0.74	0.12	0.3	0.38	0.48	0.57	1.11	1.17	1.18	0.8	0.39	0.39	0.56
存货	189.54	177.29	168.03	148.53	144.33	138.92	128.62	122.22	111.22	100.97	87.79	59.23	37.93	18.71
其中消耗性生物资产	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
长期应收款	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0	0	0	0	0
其他流动资产1	10.16	1.3	1.43	1.83	1.83	1.46	1.73	1.91	0	0	0	0	0	0
固定资产	53.06	57.95	62.76	68.83	72.57	78.34	82.5	79.7	69.69	63.62	53.45	31.23	15.65	8.8
在建工程	14.57	7.57	5.25	2.23	2.63	1.55	2.34	5.45	15.26	20.02	20.65	19.21	10.05	3.78
工程物资	0	0	0	0	0	-	0.01	0.01	0.01	0.01	0.06	0.12	0.14	-
固定资产清理	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
无形资产	17.73	17.14	16.8	17.14	17.47	17.82	16.54	16.35	16.72	16.93	16.59	15.11	7.9	7.15
开发支出	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
商誉	2.76	2.76	2.76	2.76	2.76	2.76	2.76	2.76	2.76	2.76	2.76	2.76	2.76	2.76
长期待摊费用	0.08	0.12	0.16	0	0	0.01	0.01	0.02	0.05	0.06	0.07	0.06	0.02	0.01
递延所得税资产	13.26	14.98	13.86	9.26	8.25	7.14	6.5	5.68	5.92	5.68	6.73	6.61	5.21	1.47
其他非流动资产	2.66	1.84	1.86	2.1	2.04	2.05	2.04	10.04	1.59	5.14	-	-	-	-
长期股权投资	12.3	0.33	0.33	0.3	0.25	0.09	0.02	0.21	0.46	0.2	9.7	6.27	5.19	0.14
经营性资产合计(OA)	322.51	287.84	280.1	259.54	261.26	253.29	246.72	247.78	226.54	218.41	201.55	144.99	105.25	45.96
货币资金（视作富余现金类金融资产）	258.13	243.75	209.56	72.43	43	36.15	17.51	24.57	47.08	43.47	78.55	76.59	70.98	68.84
交易性金融资产	58.51	79.98	109.54	143.02	179.77	0	-	-	-	-	2.1	15	12.6	-
应收关联公司款	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
发放贷款及垫款	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
应收利息	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
应收股利	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
一年内到期的非流动资产	58.77	68.07	78.79	63.67	50.51	11.2	5.52	2.39	3.55	-	-	-	-	-
其他流动资产2（信托和理财）	-	-	-	-	-	167.86	128.23	98.74	49.84	14.45	-	-	-	-
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	27.13	34.6	14.58	11.25	11.25	-	-	-	-
持有至到期投资	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
投资性房地产	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
非经营性资产合计(FA)	375.41	391.8	397.89	279.12	273.28	242.34	185.86	140.28	112.06	69.17	80.65	91.59	83.58	68.84
资产总计	697.92	679.64	677.99	538.66	534.54	495.63	432.58	388.06	338.6	287.58	282.2	236.58	188.83	114.8
应付票据	0	0	0.3	0	0	0	0.08	9.6	22.4	17.5	15.17	3.71	1.23	2.03
应付账款	14.26	13.76	14.44	11.52	13.31	12.61	11.11	7.84	7.99	8.27	11.65	7.5	6.29	4.33
合同负债（或预收款项）	111.05	137.42	158.05	88.01	67.54	44.68	42	38.47	12.61	9	8.93	8.62	35.13	10.26
应付职工薪酬	3.38	4.83	5.37	1.96	1.16	1.86	2.1	1.65	1.18	0.75	0.75	1.8	0.88	0.94
应交税费	10.09	11.37	30.61	21.53	18.15	32.55	22.9	18.08	14.31	11.18	14.27	19.92	14.35	8.3
其他应付款（扣除：应付利息、应付股利）	20.25	18.55	18.09	15.57	65.21	64.57	56.2	48.68	47.25	40.47	45.22	45.23	28.81	11.18
长期应付款	0	0	0	1.97	1.98	1.98	-	-	-	-	-	-	-	-
专项应付款	1.96	1.96	1.97	0	0	-	1.99	2	2.01	2.01	2.02	2.03	2.2	2.43
预计负债	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
递延所得税负债	2.34	2.19	2.99	4.56	1.39	0.14	0.18	0.18	0.21	0.34	0.47	0.6	0.73	0.87
其他非流动负债	-	-	-	0	0	-	-	-	-	-	0.15	0.01	0.01	0.01
递延收益	0.88	0.92	0.77	0.86	0.9	0.99	1.07	1.11	1.19	0.72	-	-	-	-
其他流动负债	12.48	13.12	20.39	7.98	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
经营性负债合计(OL)	176.69	204.12	252.98	153.96	169.64	159.38	137.63	127.61	109.15	90.24	98.63	89.42	89.63	40.35
短期借款	0	0	0	0	0	-	-	-	-	-	9.51	-	-	-
应付关联公司款	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
应付债券	0	0	0	0	0	-	-	-	-	-	-	-	-	-
一年内到期的非流动负债	0.25	0.24	0.08	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
长期借款	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
交易性金融负债	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
应付利息	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.02	-	-	-
应付股利	-	-	-	-	-	-	-	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.01	0.57
非经营性（金融性）负债合计(FO)	0.25	0.24	0.08	0	0	0	0	0	0.05	0.05	9.58	0.05	0.1	0.57
负债合计	176.94	204.36	253.06	153.96	169.64	159.38	137.63	127.66	109.2	90.29	108.21	89.47	89.73	40.92
实收资本(或股本)	15.06	15.07	15.07	15.07	15.07	15.07	15.07	15.07	15.07	15.07	10.8	10.8	9	4.5
资本公积	9.31	9.05	7.82	7.42	7.42	7.42	7.42	7.42	7.42	11.72	13.27	13.27	15.07	25.56
盈余公积	7.53	7.53	7.53	7.53	7.53	7.53	7.53	7.53	7.53	5.4	5.4	5.4	4.04	2.25
减：库存股	0	0.56	0.56	10.02	0	0	0	0	0	0	1.46	0	0	0
未分配利润	487.46	443.64	395.06	364.9	335.1	307.84	265.12	230.49	199.35	169.36	145.89	117.48	70.8	36.88
少数股东权益	1.11	0.5	-0.05	-0.15	-0.17	-0.2	-0.2	-0.16	0.04	0.08	0.16	0.18	0.18	4.68
其它综合收益（包括外币报表折算差价）	0.02	0.02	-0.06	-0.05	-0.04	-1.42	0.01	0.01	0	0	0	0	0	0
所有者权益(或股东权益)合计	520.99	476.37	425.93	384.7	364.91	336.24	294.95	260.36	229.41	197.28	173.98	147.11	99.09	73.87
负债和所有者权益总计	697.92	679.64	677.99	538.66	534.55	495.62	432.58	388.02	338.61	287.57	282.19	236.58	188.82	114.79

资料来源：wind，民生证券研究院

资产部分：经营性资产合计（OA）涵盖了企业日常运营中必需的资产，如应收票据、应收账款、预付账款和存货等，它们与企业的收入生成直接相关；非经营性资产合计（FA）则包括了不直接参与日常经营但可能带来投资收益的资产，如货币资金、交易性金融资产和投资性房地产等；资产总计是这两类资产的总和，显示了企业的资产规模。

负债部分：经营性负债合计（OL）涉及与日常经营活动紧密相关的负债，例如应付票据、应付账款、合同负债和应付职工薪酬，它们通常通过经营活动产生的现金流来清偿；非经营性（金融性）负债合计（FO）则包括了与企业融资活动相关的负债，如短期借款、应付债券和交易性金融负债，这些负债通常涉及利息和本金的支付；负债合计则是这两类负债的总和，反映了企业的负债总额。

2.2 利润表的二元分离

资产负债表和利润表之间存在什么关系？ 资产在使用的过程中转化为成本费用，同时带来收入，其中金融资产所产生的收益被称为金融资产收益，经营资产所产生的收益被称为经营利润。资本在使用的过程中需要的回报为资金成本，其中股东权益对应股权资金成本，债务对应债务资本成本。**因此按照资产资本表重构利润表，可以让资产资本表和利润表之间的逻辑关系更加清楚，同时更加全面地考虑公司的资本成本。**

图8：根据现金来源的不同划分资产资本表

资产资本表			利润表	
	经营资产			经营利润
	其中：营运资本需求			
资产总额合计	长期经营资产			股权投资收益
	长期股权投资			金融资产收益
	金融资产			股权资金成本
资本总额合计	股东权益			债务资本成本
	债务			

资料来源：民生证券研究院绘制

下面我们同样以洋河股份为例说明利润表的重新划分。

表2：洋河股份-经营和金融活动分离后的利润表（亿元）

日期	2023年12月	2022年12月	2021年12月	2020年12月	2019年12月	2018年12月	2017年12月	2016年12月	2015年12月	2014年12月	2013年12月	2012年12月	2011年12月	2010年12月
一、营业收入	331.26	301.05	253.5	211.01	231.26	241.6	199.18	171.83	160.52	146.72	150.24	172.7	127.41	76.19
减:营业成本	82	76.46	62.55	58.52	66.26	63.53	66.81	62.03	61.15	57.77	59.46	62.94	53.29	33.19
营业税金及附加	52.69	43.88	41.48	34.16	32.01	37.7	11.52	3.1	2.29	1.9	1.87	2.41	1.79	0.87
销售费用	53.87	41.79	35.44	26.04	26.92	25.61	23.87	18.69	18.82	16.8	13.88	17.75	12.09	7.37
管理费用	17.64	19.36	18.3	17.29	18.56	17.04	15.32	15.82	15.82	14.48	12.67	10.37	10.2	4.41
研发费用	2.85	2.54	2.58	2.6	1.6	0.28								
财务费用（已减除利息收入和利息费用）	0.08	0.09	0.34	0.17	0	0.04	0.15	0.27	0.97	0.84	0.5	0.02	0.01	0.01
二、核心经营利润（税前）	122.13	116.93	92.81	72.23	85.91	97.4	81.51	71.92	62.81	56.74	64.16	79.38	53.62	30.24
三、其它经营利润														
营业外收入	0.39	0.26	0.21	0.25	0.22	0.38	0.2	0.46	0.36	0.45	0.19	0.49	0.37	0.32
其它收益	0.56	0.64	0.91	0.99	0.85	0.63	0.45							
对联营企业和合营企业的投资收益	-0.02	0.05	0.03	0.04	-0.04	0.02	-0.01	-0.04	0	0	0	-0.01	0	0
固定资产处置利润	-0.05	0.02	0	0	0.2	0.25	-0.09							
减:营业外支出	0.64	0.32	0.63	0.41	0.13	0.12	0.08	0.12	0.11	0.24	0.38	0.22	0.31	0.36
资产减值损失（不含商誉和无形资产减值）	-0.02	-0.02	-0.07	0.06	0.02	0.01	0.03	0.01	0.12	0.38	0.08	0.06	0.06	-0.03
商誉（信用）减值损失	0.01	-0.01	0.13	0	0.19	0.08	0.08	0.19	0.19	0.22	0.22	0.31	0.36	0.36
无形资产减值损失	0	0	0	0	0.19	0	0.20	0.47	0	0	0	0	0	0
重组支出	0	0	0	0	0	0								
合计:其它经营利润	0.25	0.68	0.46	0.81	0.89	1.15	0.24	-0.18	0.13	-0.17	-0.2	0.2	0	-0.01
四、税前经营利润总额(EBIT)	122.38	117.61	93.27	73.04	86.8	98.55	81.75	71.74	62.94	56.57	63.89	79.58	53.62	30.23
减:报告的所得税	31.97	31.14	24.34	23.94	23.85	27.24	22.29	19.56	18	15.23	16.84	20.64	13.94	7.78
加:所得税调整（金融收益部分）	2.46	1.87	1.525	6.44	2.73	2.46	1.69	1.47	2.18	0.94	0.75	0.64	0.42	0.13
五、税后经营利润（OI）	92.87	88.34	70.46	55.54	65.68	73.77	61.15	53.65	47.12	42.28	47.8	59.58	40.1	22.58
六、税前全部收益（或税基费用）														
公允价值变动收益	-0.37	-3.18	-7.21	12.68	1.59	0	0	0	0	0	0	0	0	0
投资收益（不含对联营企业和合营企业的投资收益）	2.58	4.21	8.98	12.03	8.55	9.16	6.25	5.51	5.78	0.53	0.51	1.35	0.12	0
利息收入	7.65	6.46	4.34	1.04	0.78	0.69	0.49	0.36	2.93	3.26	2.65	1.22	1.57	0.54
减:利息费用	0.02	0.01	0.01	0	0	0	0	0	0	0.05	0.18	0	0	0.02
税前全部收益（或税基费用）	9.84	7.48	6.1	25.75	10.92	9.85	6.74	5.87	8.71	3.74	2.98	2.57	1.69	0.52
七、税后全部收益（或税基费用）	2.46	1.87	1.525	6.44	2.73	2.46	1.69	1.47	2.18	0.94	0.75	0.64	0.42	0.13
八、净全部收益（或税基费用）	7.38	5.61	4.575	19.31	8.19	7.39	5.06	4.4	6.53	2.81	2.24	1.93	1.27	0.39
归属于公司所有者的其他权益合伙人权益的税后净额（可供出售金融资产公允价值变动损益）	0	0	0	-0.02	-0.02	-1.43	0	0.01	0	0	0	0	0	0
优先股股利														
九、净全部收益	7.38	5.61	4.575	19.29	8.17	5.96	5.06	4.41	6.53	2.81	2.24	1.93	1.27	0.39
十、公司净利润	100.25	93.95	75.03	74.83	73.85	79.73	66.2	58.06	53.65	45.08	50.03	61.51	41.37	22.97
少数股东损益	0.05	0.12	0.05	0.02	0.03	0	-0.08	-0.22	0	0	-0.02	-0.22	-0.16	0.94
十一、归母公司普通股东的净利润	100.20	93.83	74.98	74.81	73.82	79.73	66.28	58.28	53.65	45.08	50.05	61.53	40.21	22.03

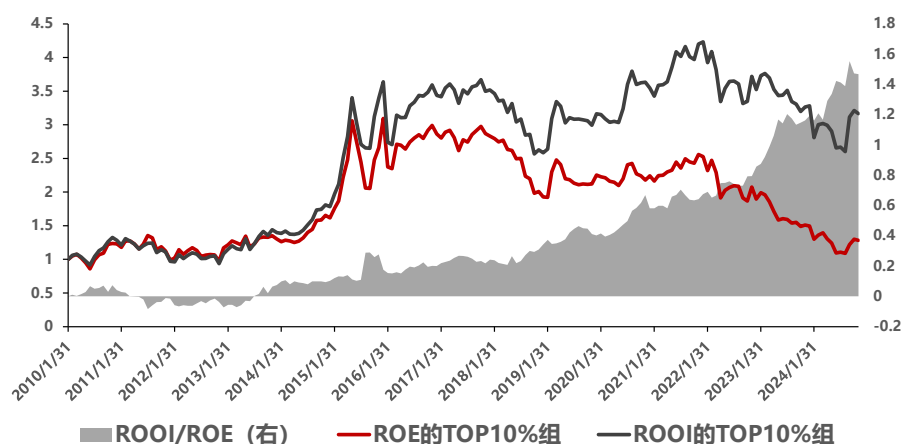
资料来源：wind，民生证券研究院

重新编制的利润表相较于传统利润表，通过更细致的分类和项目细分，有助于区分企业的核心业务盈利和非核心业务或其他非经常性项目的影响。重新编制的利润表进一步细分了项目，将财务费用中的利息费用和利息收入单独列出，以及其他业务成本（金融类）的详细分类，特别区分对联营企业和合营企业的投资收益，以及以摊余成本计量的金融资产终止确认收益等。

经过重构的 ROOI 因子相较于传统的 ROE 因子显示出了明显的改进。在构建 ROE_ttm 因子时，我们遵循了传统的计算方法，即用净利润 TTM（最近十二个月的净利润）除以净资产。与之相对照，我们采用了新的方法来构建 ROOI_ttm 因

子，即用经营利润 TTM（即最近十二个月的 OI）除以经营净资产（NOA）。这一改变使得因子的 Rank IC 值从 0.5% 增加到了 1.16%，并且因子的多头收益也实现了显著的提高。

图9：ROOI_ttm 对比 ROE_ttm 多头收益得到显著提升



资料来源：wind，民生证券研究院

ROOI 为什么较 ROE 有显著提升？ ROOI 基于经营收益，直接反映了企业核心经营活动的盈利能力，而不包括非经常性损益和非经营性收益，如投资收益、资产处置收益等，这些因素可能会因为市场波动、会计政策变化等因素而波动，从而影响 ROE 的稳定性和可比性。ROOI 通过排除这些非经营性因素，提供了一个更为稳定和可比的盈利能力指标。

2.3 现金流量表的二元分离

现金流量表的重构最重要的是将经营活动产生的现金流与那些支付给公司要求权人的现金流清晰区分开来。根据前文的现金流恒等式, 可以将这四类现金流联系起来:

$$\text{自由现金流} = \text{对股东的净支付} + \text{对债权人和债券发行人的净支付}$$

$$C - I = d + F$$

现金流量表表面上给出了自由现金流和融资活动现金流, 但它在某种程度上将二者混淆了起来。下图给出了这种现金流量表的形式, 同时也给出了遵循现金恒等式的重新编制的现金价值分配表。

图10: IFSB 下的现金流量表和二元分离后的现金价值分配表

IFSB下的现金流量表	重新编制的现金价值分配表
经营活动现金流	经营活动现金流 (C)
- 投资活动现金流	- 现金投资 (I)
+ 融资活动现金流	= 经营活动自由现金流
= 现金及现金等价物变化	向股东支付的现金 (d)
	+ 向债权人支付的现金 (F)
	= 融资活动现金流

由传统现金流得到重制后的现金流	
IFSB自由现金流	IFSB融资活动现金
- 经营现金的增加	+ 现金等价物的增加
+ 金融资产的购买	+ 金融资产的购买
- 金融资产的出售	- 金融资产的出售
+ 净现金利息流出	+ 净现金利息流出
- 非现金投资	- 非现金融资
= 重制的经营自由现金流	= 融资活动现金流

资料来源: 民生证券研究院绘制

下面是对洋河股份的现金流量表的二元分离。

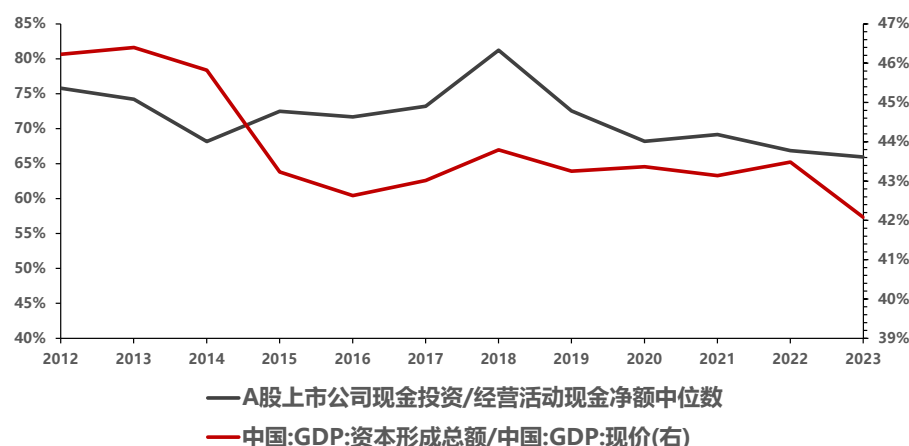
表3：洋河股份-经营金融分离后的现金流量表（亿元）

日期	2023年12月	2022年12月	2021年12月	2020年12月	2019年12月	2018年12月	2017年12月	2016年12月	2015年12月	2014年12月	2013年12月	2012年12月	2011年12月	2010年12月
经营活动产生的现金流量净额(报告金额)	61.3	36.48	153.18	39.79	67.98	90.57	68.83	74.05	58.36	27.12	31.8	55	55.57	38.4
减：利息收入	7.65	6.46	4.34	1.04	0.78	0.69	0.49	0.36	2.93	3.26	2.65	1.22	1.57	0.54
加：利息费用	0.02	0.01	0.01	0	0	0	0	0	0	0.05	0.18	0	0	0.02
加：金融收益的所得税	2.46	1.87	1.525	6.44	2.73	2.46	1.69	1.47	2.18	0.94	0.75	0.64	0.42	0.13
经营活动产生的现金流量净额（调整后）(C)	56.13	31.9	150.375	46.19	70.71	92.34	70.03	75.16	57.61	24.85	30.08	54.42	54.42	38.01
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	0	0.06	0.06	0	0.24	0.45	0.01	0.08	0.04	0.03	0.11	0.02	0.05	0.03
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额	0	0	0	0	0	0	0	0	0.05	0	0.02	0.05	0.01	0
收到其他与投资活动有关的现金	0	0	0	0	0	0	0.05	0	0.52	0.57	0.15	0	0	0
支付其他与投资活动有关的资金	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	11.14	5.39	4.24	3.53	3.17	4.71	3.25	4.8	7.2	17.87	26.78	33.73	19.34	7.76
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	0	0	0	0	0	0	0.01	1.92	0	0.04	0.03	0	0	3.85
现金资本支出合计 (I)	11.14	5.45	4.3	3.53	3.41	4.26	3.2	6.64	6.59	17.31	26.53	33.66	19.28	11.58
自由现金流量FCF (C - I)	44.99	26.45	146.08	42.66	67.78	88.08	66.83	68.52	51.02	7.54	3.55	20.76	35.14	26.43
债务融资现金流：											26.53	33.66		
投资支付的现金	96.41	131.32	259.1	260.71	416.74	381.41	348.05	137.58	62.58	73.18	24.51	61.45	29.42	0.06
偿还债务支付的现金	0	0	0	0	0	0	0	0.84	0	9.51	21.18	0	0	1.09
支付其他与筹资活动有关的现金	0.31	0.15	0.07	0	0	0	2.48	9	12.45	17.77	1.46	0	0	0
利息费用	0.02	0.01	0.01	0	0	0	0	0	0	0.05	0.18	0	0	0.02
加：金融收益的所得税	2.46	1.87	1.525	6.44	2.73	2.46	1.69	1.47	2.18	0.94	0.75	0.64	0.42	0.13
富余现金视作投资金融资产	11.22	31.19	135.9	29.47	6.82	18.66	-6.95	-22.56	3.62	-35.07	1.96	5.61	2.14	22.08
债务融资现金流合计：	110.42	164.54	396.605	296.62	426.29	402.53	345.27	126.33	80.83	66.38	50.03	67.7	31.98	23.38
收回投资收到的现金	111.54	172.61	272.67	296.94	398.46	343.58	304	80.36	31.1	55.75	34.19	59.23	0	0
取得投资收益收到的现金	2.58	4.21	8.98	12.03	8.28	8.59	5.64	4.22	1.3	0.26	0.19	0	0.12	0
取得借款收到的资金	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	30.69	0	0	0
收到其他与筹资活动有关的资金	0	0	9.46	0	0	0.02	0	0	16	22	0.53	0	0	0
利息收入	7.65	6.46	4.34	1.04	0.78	0.69	0.49	0.36	2.93	3.26	2.65	1.22	1.57	0.54
债务融资现金流合计：	121.77	183.28	295.45	309.01	406.74	352.88	310.13	84.94	51.33	81.27	68.25	60.45	1.69	0.54
债务融资净现金流合计 (F)	-11.35	-18.74	101.155	-12.39	19.55	49.65	35.14	41.39	29.5	-14.9	-18.23	7.25	30.29	22.84
权益融资现金流：														
分配股利、利润或偿还利息支付的现金	56.34	45.19	44.92	45.03	48.22	38.43	31.69	27.14	21.53	22.43	21.76	12.51	4.96	3.61
股份回购	0	0	0	10.02	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
吸收投资收到的现金	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0.12	0.02
权益融资现金流合计 (d)	56.34	45.19	44.92	55.05	48.22	38.43	31.69	27.14	21.53	22.43	21.76	13.51	4.96	3.61
融资现金流合计 (d+F)	44.99	26.45	146.08	42.66	67.77	88.08	66.83	68.53	51.03	7.54	3.54	20.76	35.13	26.43
现金及现金等价物扣除汇率影响后的变动额	11.82	31.72	136.04	29.47	6.82	18.66	-6.95	-22.56	3.62	-35.07	1.96	5.61	2.14	22.08
汇率变动对现金的影响	0	0	0	-0.04	0.03	-0.01	-0.12	0.05	-0.01	-0.01	0	0	0	0
其他原因对现金的影响	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
现金及现金等价物净增加额	11.82	31.72	136.04	29.43	6.85	18.65	-7.07	-22.51	3.61	-35.08	1.96	5.61	2.14	22.08
期初现金及现金等价物余额	240.19	208.47	72.43	43	36.15	17.5	24.57	47.08	43.47	78.55	70	70.98	68.84	46.76
期末现金及现金等价物余额	252.01	240.19	208.47	72.43	43	36.15	17.5	24.57	47.08	43.47	78.55	76.59	70.98	68.84

资料来源：wind，民生证券研究院

A 股上市公司现金投资占经营活动现金净额比重总体与中国的资本形成额占 GDP 比重趋势一致。随着中国经济从高速增长阶段转向高质量发展阶段，经济增长的驱动力可能从投资驱动转向消费和技术驱动，导致企业现金投资比例下降。

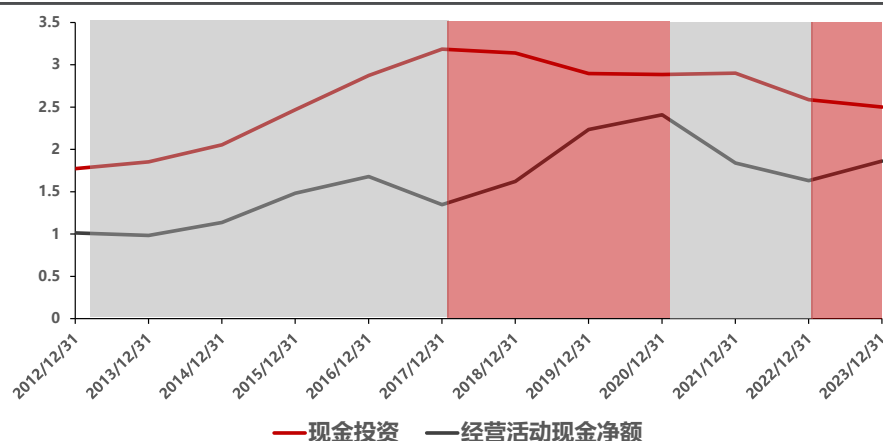
图11：A 股非金融上市公司现金投资与 GDP 资本形成总额



资料来源：wind，民生证券研究院

企业增加或减少投资的原因并非相同。从2012年到2017年，企业投资金额上升是由于经营现金流改善，类似的，2020年到2022年，企业投资金额下降也是由于经营现金流恶化。而2017年至2020年和2022年至2023年企业经营活动现金净额上升，说明企业并不“缺钱”，但企业投资金额仍在下降，背后的原因可能在于企业信心不足等原因。

图12：A 股非金融上市公司的现金投资和经营活动现金净额（亿元）



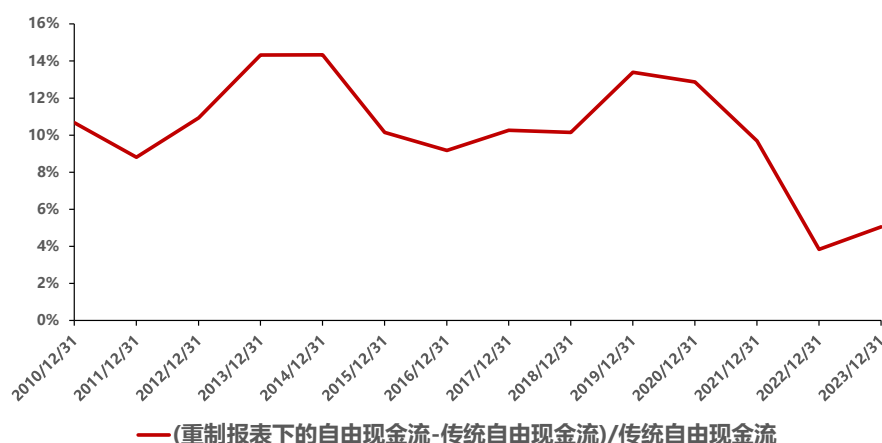
资料来源：wind，民生证券研究院

2.4 不同算法下的自由现金流差距及其意义

佩因曼的二元分离法得到的自由现金流与传统的直接法得到的自由现金流有何区别？佩因曼提出的现金流计算方法强调加回财务费用并减去利息收入，是因为这样能更准确地从净利润中还原出公司经营活动实际产生的现金流量，消除融资活动对现金流的影响，从而提供一个更真实、可比的公司经营绩效指标，这对于投资决策和公司估值至关重要。

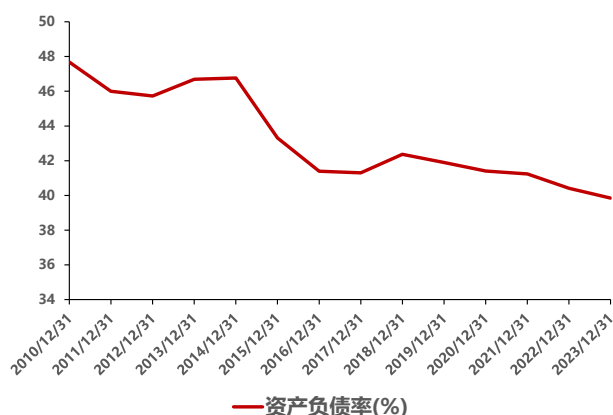
重制报表下的现金流与传统现金流之间差距总体呈下降态势。伴随企业杠杆率的降低，企业财务费用的负担逐渐减弱，从而使得两种算法计算得到的现金流差距逐渐减小。

图13：重制报表下的现金流与传统现金流之间的中位数差距



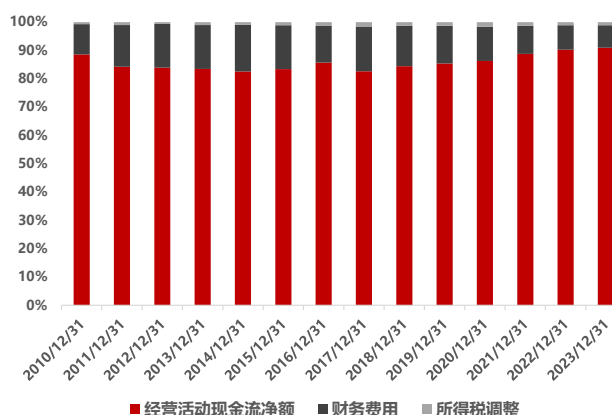
资料来源：wind，民生证券研究院

图14：上市公司资产负债率变化



资料来源：wind，民生证券研究院

图15：经营活动现金流净额及其调整项



资料来源：wind，民生证券研究院

自由现金流可以通过 C-I 的直接法计算得出，也可以通过经营收益减去经营资产的变化即间接法得到。

$$C - I = d + F = OI - \Delta NOA$$

从洋河股份重构的现金流量表中可以看出经营活动自由现金流通过经营活动现金流净额（调整后）减去固固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金项目所得到自由现金流 FCF 与权益融资现金流和债务融资现金流的加总相等。

表4：不同方法计算得到的洋河股份的经营自由现金流对比

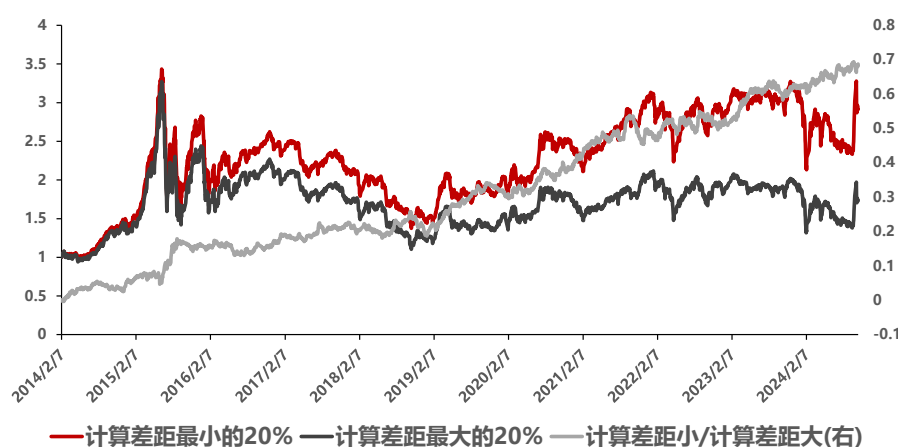
日期	税后经营利润 (OI)	经营性资产合计(OA)	经营性负债合计(OL)	经营自由现金流 (OI-ΔNOA)	自由现金流量FCF (C - I)	融资现金流合计 (d+F)
2023年12月	92.87	322.51	176.69	30.77	44.99	44.99
2022年12月	88.34	287.84	204.12	31.74	26.45	26.45
2021年12月	70.455	280.1	252.98	148.915	146.075	146.08
2020年12月	55.54	259.54	153.96	41.58	42.66	42.66
2019年12月	65.68	261.26	169.64	67.97	67.78	67.77
2018年12月	73.77	253.29	159.38	88.95	88.08	88.08
2017年12月	61.15	246.72	137.63	72.23	66.83	66.83
2016年12月	53.65	247.78	127.61	50.87	68.52	68.53
2015年12月	47.12	226.54	109.15	57.9	51.02	51.03
2014年12月	42.28	218.41	90.24	17.03	7.54	7.54
2013年12月	47.8	201.55	98.63	0.45	3.55	3.54
2012年12月	59.58	144.99	89.42	19.63	20.76	20.76
2011年12月	40.1	105.25	89.63	30.09	35.14	35.13
2010年12月	22.58	45.96	40.35	16.97	26.43	26.43

资料来源：wind，民生证券研究院；单位：亿元

从结果可以看出，通过重制后的资产负债表和利润表计算得到的经营自由现金流与重制后的现金流量表计算得到的自由现金流 FCF 基本一致。在某些年份会出现些许差别，这或许是正常的。正如佩因曼所言：“由于披露不完整，这种情况会正常发生。在会计实务中，要使现金流量表与利润表和资产负债表精确一致通常是不可能的。”

在会计实务中，两种方式得到的现金流的差距也是检测上市公司财务报表披露质量的重要方法。我们比较计算全 A 内差距最小和最大的 20% 数量的个股等权配置下的相对收益，可以发现，计算差距相对小的个股具有更优异的相对表现。现金流计算一致性较好的公司在财务报告方面更为透明和可靠。

图16：不同方法计算现金流差距最大/小的 20% 个股相对收益



资料来源：wind，民生证券研究院

为什么会产生这种差别呢？主要是其他项的影响。

“其他资产”和“其他负债”的分类问题：假设一家公司有一笔定期存款，这笔存款在资产负债表上可能被归类为“其他资产”。如果这笔定期存款的利息收入被错误地归类为经营活动现金流入，而不是融资活动现金流入，那么这将导致经营活动产生的现金流量净额（CFO）被高估。同样，如果应付利息被归类为“其他负债”，并且没有正确地从经营活动现金流中扣除，这也会影响现金流量的准确性。

现金股利与所有者权益表中的股利差异：如果一家公司宣布并支付了现金股利，这笔支出在现金流量表中应该作为筹资活动现金流出。然而，如果这笔现金股利在所有者权益表中被错误地归类为“其他负债”的减少，而不是作为股利支付，那么这将导致筹资活动现金流出被低估，从而影响自由现金流的计算。

2.5 重构现金流的相关常见因子测算

下面，我们对重构报表下的自由现金流相关因子的表现进行相应的测算。

分层回测的规则如下：

1. 回测时间：2010年1月1日-2024年10月10日；
2. 可交易股票池：A股非ST的所有股票，剔除上市180天以内的股票、停牌股；
3. 将不同行业的各个分组的股票汇总，组成当前截面的总的分组组合；
4. 将不同行业的各个分组的股票汇总，组成当前截面的总的分组组合；
5. 各组合内股票按等权重配置，按月调仓。

首先关注自由现金流因子本身，因子IC由原始的1.30%提升至1.55%，因子多空收益由3.9%提升至4.4%。

图17：自由现金流因子多空

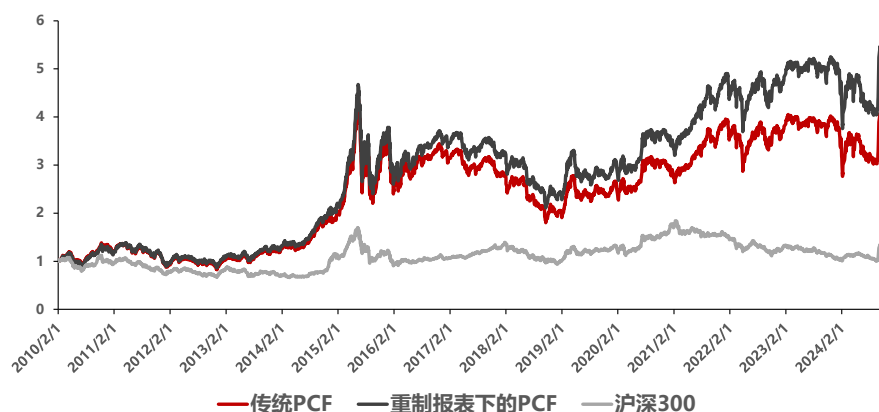


资料来源：wind，民生证券研究院

进一步构建 PCF 估值因子，因子的多头年化收益可以由原始的 8.95% 提升至

10.26%。

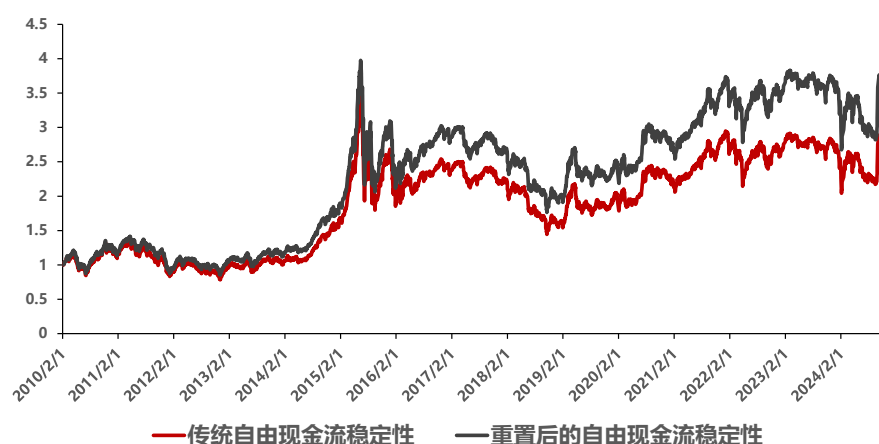
图18: PCF 因子多头收益



资料来源: wind, 民生证券研究院

构建自由现金流稳定性因子 (过去三年季度现金流均值/过去三年季度现金流标准差), 因子多头年化收益由 8.1%提升至 10.2%, 日度最大回撤由-58%降低至-55%, 夏普由 0.26 提升至 0.35。

图19: 自由现金流稳定性因子



资料来源: wind, 民生证券研究院

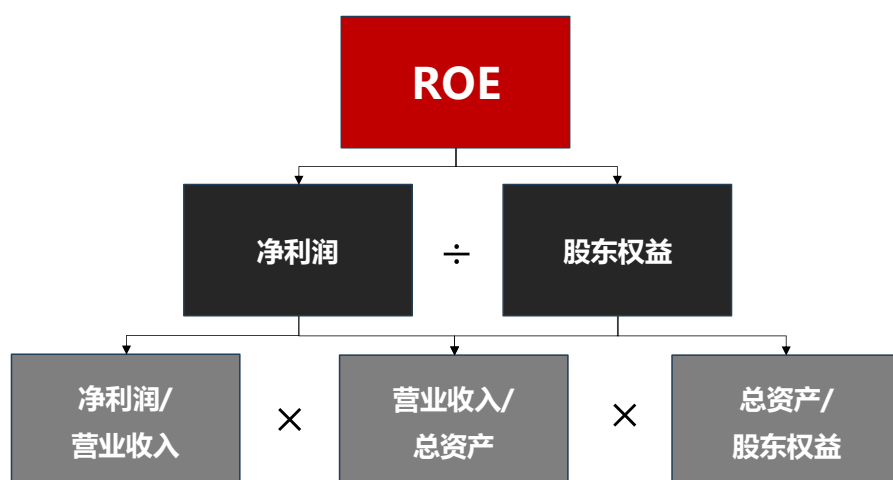
从以上对比可以看出, 现金流因子的表现有所提升, 但这种提升后的幅度也难以达到因子入池标准, 显然直接运用单因子并非一个最佳的方法。那么我们该如何合理运用现金流选股呢? 我们认为应该从对个维度对企业特征进行研究, 下面对这个问题展开研究。

3 现金流视角下的盈利质量刻画及选股策略

3.1 杜邦分析忽略了盈利“含金量”

传统的杜邦财务分析体系是基于利润的。通过分解净资产收益率（ROE），评估企业的盈利来源。在之前的报告《深入价值之路：量化刻画“护城河”与安全边际》中我们详细讨论了这一问题，其主要可以分为需求侧竞争优势和供给侧竞争优势。

图20：ROE 杜邦拆解体系



资料来源：民生证券研究院绘制

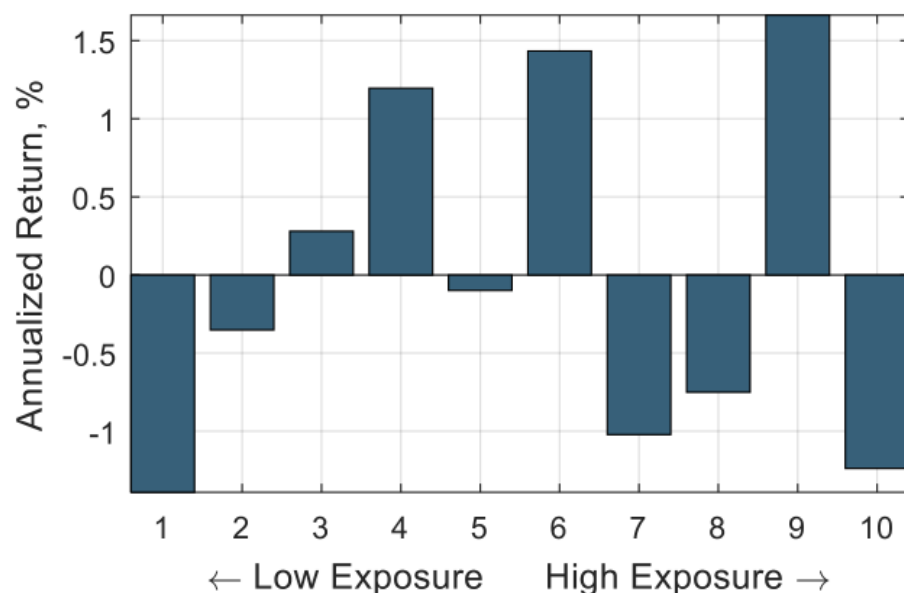
1. 需求侧竞争优势：净利润/营收比率高：该公司具有高利润率，表明它能够在市场上以较高的价格保持高额利润，通常反映出公司在需求侧具备竞争优势。客户对其产品或服务的粘性强，公司能够保持较强的定价能力。

2. 供给侧竞争优势：营收/总资产比率高：这表示公司的资产周转率高，能够高效利用其资产生成收入。换句话说，公司具备优秀的运营效率和资产管理能力，通常反映在供给侧的竞争优势。

然而，这一体系主要依赖于会计利润，可能无法准确反映企业真实的现金生成能力。换言之，侧重于企业在市场中通过高利润率和资产周转率取得成功，但不考虑企业如何将这些运营优势转化为真实的现金收入。

根据 Sloan (1996) 的研究，应计项目（如预提费用、递延收入等，应计项目=净利润-经营活动产生的现金流量）有时会被管理层用来调整利润，掩盖实际的财务状况。因此，依靠大量应计项目提升的利润是不稳定的。仅看供给侧或需求侧的竞争优势可能会忽略应计项目对利润质量的影响。高质量的盈利意味着企业的利润来源可靠、可持续，而不是短期的或容易被操纵的。竞争优势可能反映出企业在某一特定时期的强劲表现，但不一定代表其长期的财务稳定性。

图21: barra 质量因子分组表现



资料来源:《barra cne6 risk model》, MSCI, 民生证券研究院绘制; 注: barra 对于质量因子的定义即为应计项; “低暴露”表示质量因子上的暴露低, 应计项高。

为了补充传统杜邦分析对盈利的细节刻画, 我们引入了自由现金流 (FCF) 作为一个关键的分析维度, 将其融入我们的评估框架中, 构建自由现金流回报率 (CFOR)。具体来说, 我们通过将自由现金流除以经营资产 (OA) 来计算每单位经营资产所产生的自由现金流, 这一比率直观地展现了企业经营资产的现金生成效率。

此外, 为了全面评估企业的经营绩效, 我们还纳入了经营利润构建如下的比率关系:

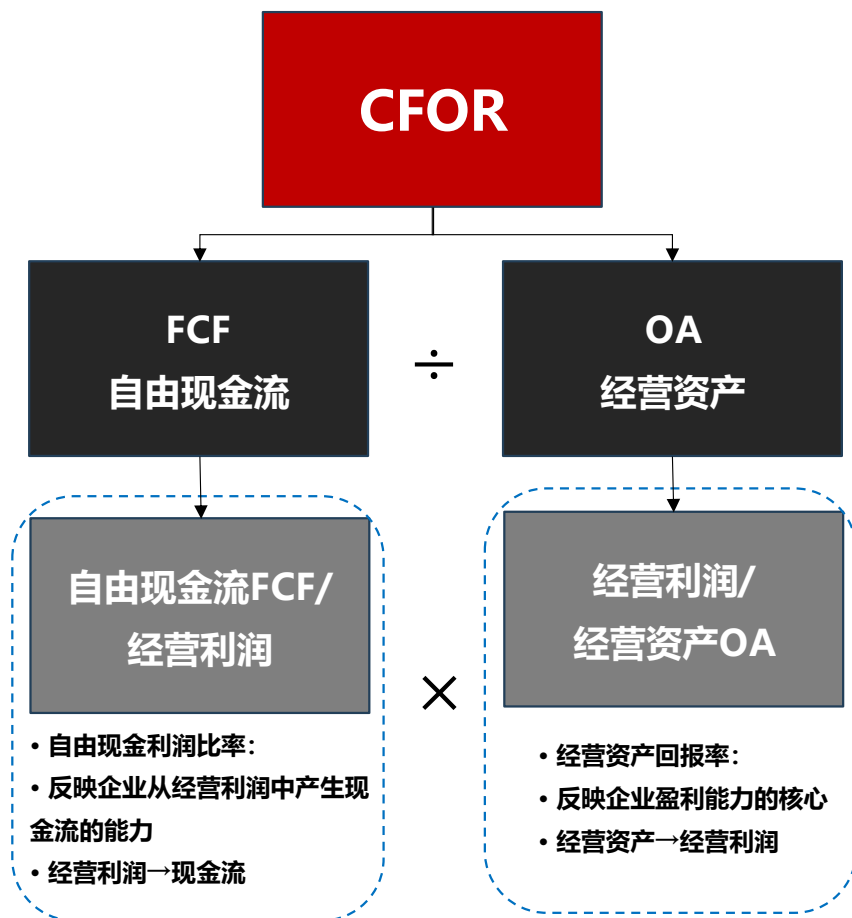
$$CFOR = \frac{FCF}{OA} = \frac{FCF}{OI} \times \frac{OI}{OA}$$

CFOR 分析体系通过拆解现金流量回报率 (CFOR), 深入评估企业的盈利能力及其资产的现金生成效率。下图展示了 CFOR 的拆解过程, 揭示了企业如何通过经营活动产生现金流, 并将其转化为净利润。

自由现金利润率 (CFOR): 自由现金流 FCF 与经营利润的比率反映了企业从经营利润中产生自由现金流的能力。一个较高的比率表明公司能够有效地将经营利润转化为现金流, 这通常意味着公司在运营资本管理方面表现出色, 能够及时收回应收账款并控制库存水平。

经营资产回报率(ROOA): 经营利润 OI 与经营资产 OA 的比率揭示了企业利用其经营资产产生经营利润的核心能力, 剔除了金融活动的影响, 更反映企业核心竞争力。高回报率通常表明公司在资产管理和盈利模式上具有竞争优势, 能够以较少的资产投入获得较高的利润产出。

图22: CFOR 的拆解体系



资料来源: 民生证券研究院绘制

根据经营资产回报率 (ROOA) 和自由现金利润率 (CFOR) 两个指标, 可以将个股划分为四种模式:

高 ROOA 和高 CFOR: 这类公司在利用资产产生利润和将利润转化为现金流方面都表现出色。它们通常具有强大的盈利能力和良好的现金流管理, 能够高效地利用资产产生利润, 并且能够将这些利润有效地转化为现金流。这种模式的公司往往在财务上非常稳健, 是投资者寻求的优质投资对象, 真正的现金奶牛。

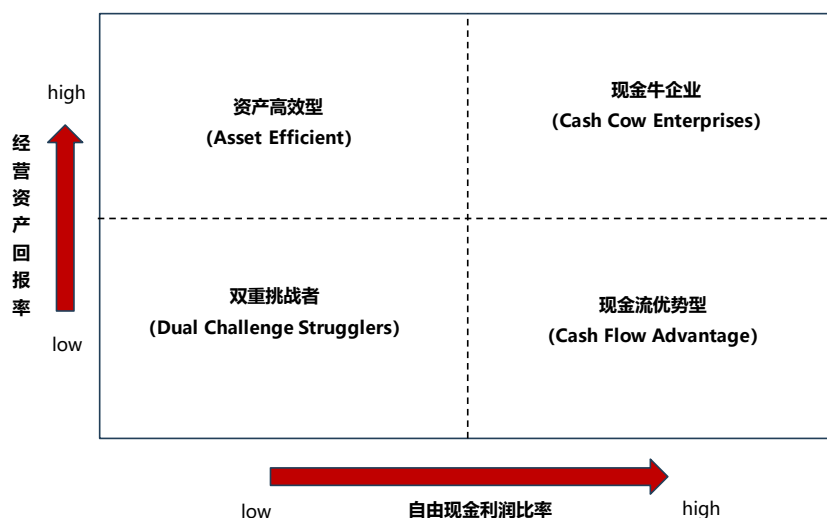
高 ROOA 但低 CFOR: 这类公司虽然在资产利用效率上表现良好, 能够产生较高的利润, 但在将利润转化为现金流方面可能存在问题。这可能是由于公司需要大量的资本支出来维持运营, 或者是因为公司在应收账款和存货管理上存在效率问题。

低 ROOA 但高 CFOR: 这类公司可能在资产利用效率上表现不佳, 但它们在产生现金流方面却非常有效。这可能是因为公司有特殊的商业模式, 能够以较低的资产基础产生现金流, 或者是因为公司在成本控制和运营资本管理上做得较好。

低 ROOA 和低 CFOR: 这类公司在两个指标上都表现不佳, 可能面临较大的

财务压力。它们在利用资产产生利润和将利润转化为现金流方面都存在问题，可能需要改进管理策略或寻求外部融资来改善财务状况。

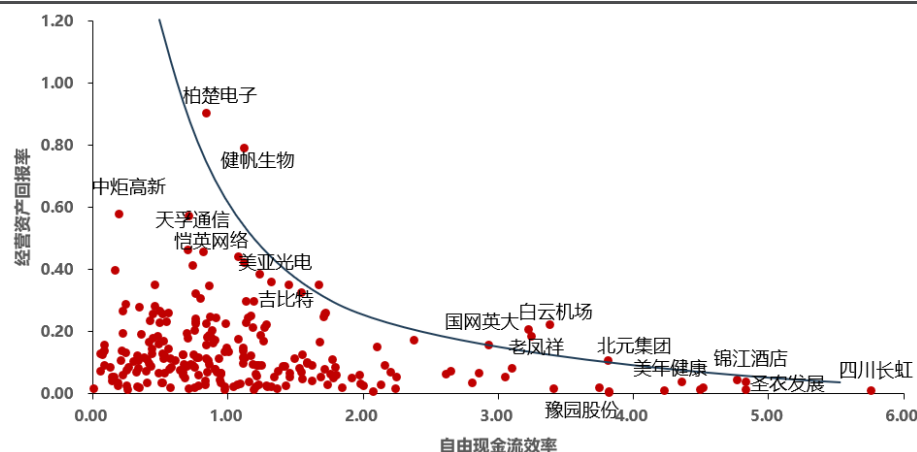
图23：CFOR 拆解下的企业经营模式



资料来源：民生证券研究院绘制

从中证 800 成分股的拆解可以看出，不同行业的公司在自由现金利润率和经营资产回报率方面展现出各自的优势。消费行业公司则往往在自由现金利润率上更为优异，反映出其稳定的现金流和良好的利润转化能力。科技行业则凭借较低的资本开支和较高的无形资产在经营资产回报率上更有优势，通过规模经济和高效的运营管理提升资产回报。

图24：中证 800 部分成分股 CFOR 的拆解



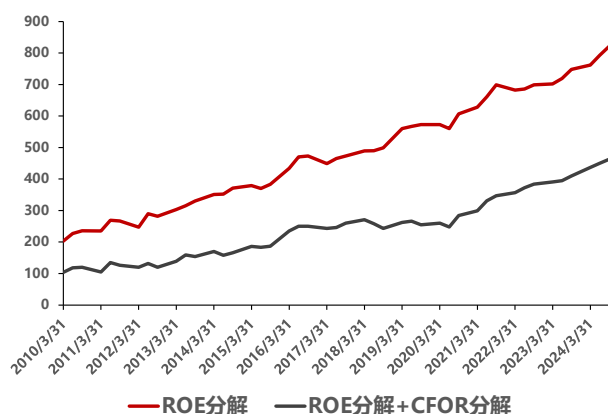
资料来源：wind，民生证券研究院；注：财报信息为 2024Q3；横纵坐标进行了一定的缩尾处理。

考虑 CFOR 的分析后，组合表现有所提升。我们将 60%分位数作为衡量 ROE 杜邦拆解和 CFOR 拆解结果的关键阈值。具体而言，在杜邦分析中，我们认为只有当公司的净利润率和资产周转率均位于其所在行业的前 60%分位数之上时，该公司才有资格被纳入我们的投资池。进一步地，当我们引入 CFOR 拆解方法时，

我们同样要求公司的自由现金利润比率和经营资产回报率也必须处于行业前 60% 分位数以上，才能满足我们的入池标准。

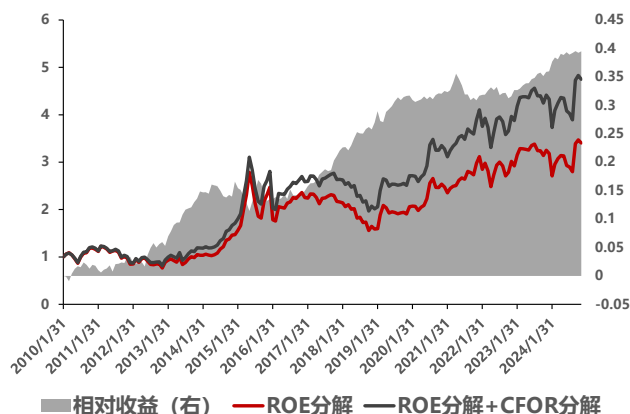
通过这种更为严格的筛选机制，我们发现，考虑现金流能力后，符合条件的个股数量大约减半。

图25：不同拆解方法下的符合条件个股数量（个）



资料来源：wind，民生证券研究院

表5：不同拆解方法下的收益对比（等权）

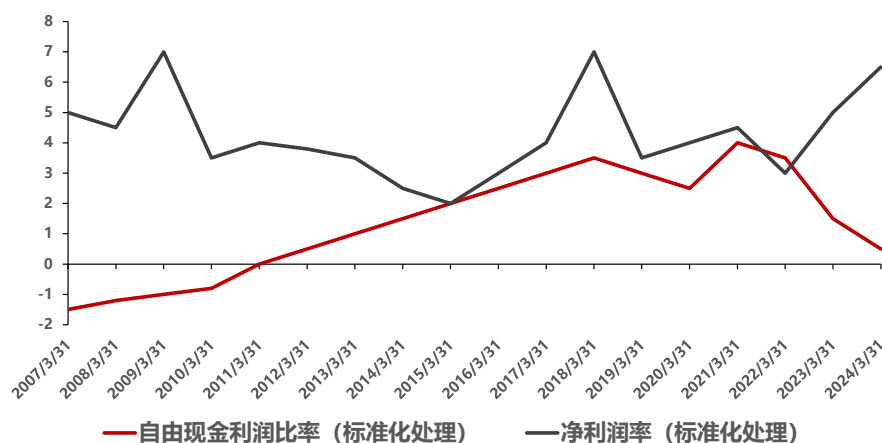


资料来源：wind，民生证券研究院；单位：元。

对比两种不同情况下的投资组合收益，在月度调仓和等权重配置的条件下，考虑现金流能力的投资组合表现得到了显著提升，年化收益率从 8.6%提高到了 11.1%，同时，最大回撤也有所减少。

那么，哪些个股因为不符合标准而被剔除呢？以 A 公司为例，该公司在玻璃行业领域内运营。自 2021 年以来，尽管其净利润率逐年上升，显示出表面上的盈利能力增强，但其自由现金利润比率却呈现逐年下降的趋势，这表明其盈利质量并不如表面上看起来那么强劲。因此，A 公司未能满足入池条件，被排除在了我们的投资组合之外。

图26：A 公司自由现金利润比率出现下滑

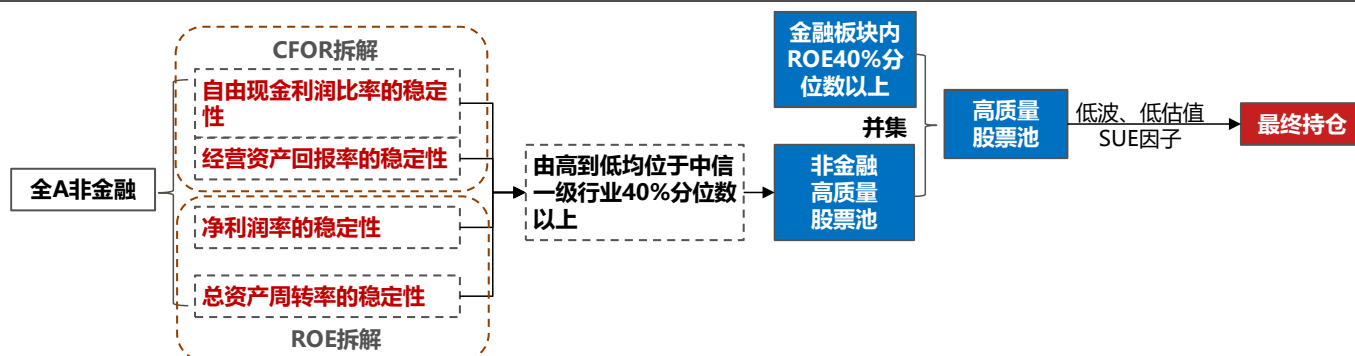


资料来源：wind，民生证券研究院

3.2 现金流选股策略

单纯依赖因子打分的方法可能无法全面展现公司的基本面特征，因此我们采用了条件分域选股的方法来进行更细致的分析。这种方法允许我们根据企业在上述三个关键维度上的表现，将其划分到不同的类别中，以便更精确地识别和评估它们的经营效率和财务健康状况。

图27：现金流选股流程

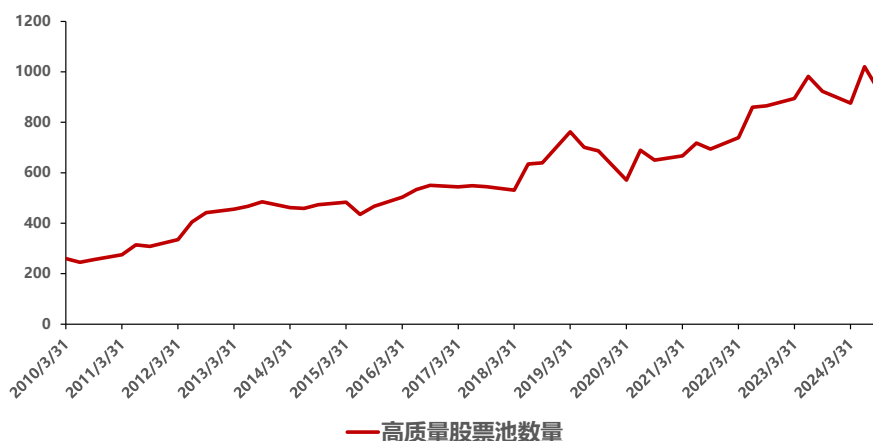


资料来源：wind，民生证券研究院；A指标稳定性表示过去12个季度的A的均值除以过去12个季度的A的标准差。

基于CFOR的拆解，我们对全A股市场中的非金融企业进行定量选股分析。首先，鉴于此种分析主要适用于非金融行业，我们设定了一个初步筛选标准：所有非金融股票的ROE拆解和CFOR拆解得到的四个关键指标必须在其所属的中信一级行业内排在前40%分位数之上。这一较低的分位数门槛有助于我们构建一个基础股票池，为我们后续的增强策略打下基础。对于金融板块，我们则依据ROE（净资产收益率）的排名，单独筛选出那些位于行业前40%分位数以上的股票，形成专门的金融股股票池。

高质量股票池数量保持稳定增长，最新一期2024Q3的数量接近1000只。

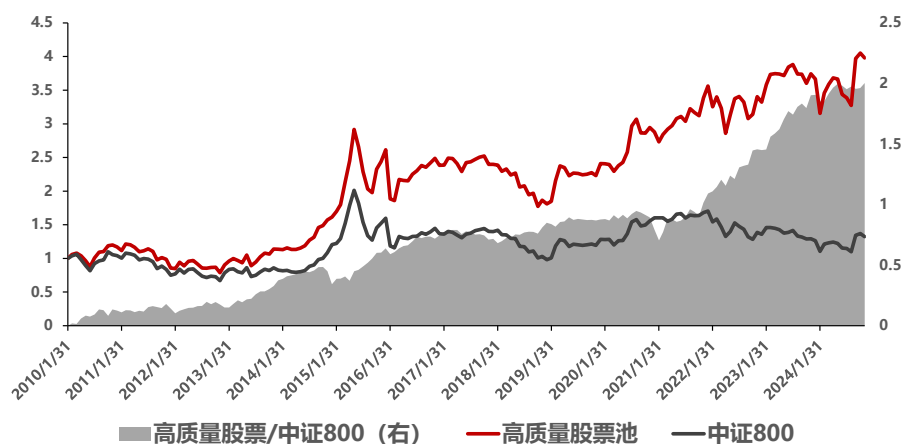
图28：高质量股票池数量



资料来源：wind，民生证券研究院；单位：个

高质量股票池每季度换仓按照流通市值加权，相对于中证 800 具有稳定超额收益。相对于中证 800 年化超额收益 5.6%，超额最大回撤-12%，信息比率 0.84。

图29：高质量股票池净值



资料来源：wind，民生证券研究院；单位：元

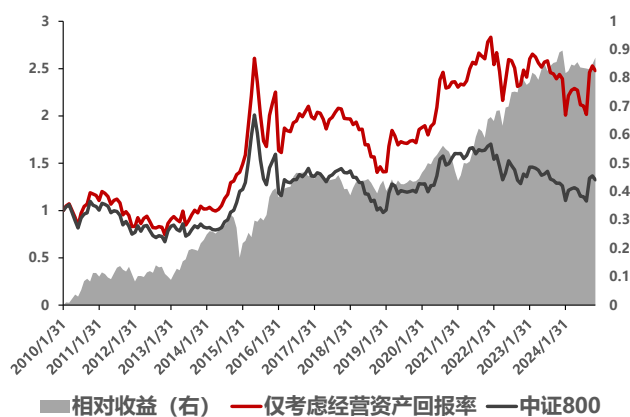
然而，当我们探讨是否仅考虑部分拆解指标也能获得类似效果时，结果表明，仅依赖部分指标进行投资决策，其相对于中证 800 的超额收益表现出较大的不稳定性。因此，综合考虑多个指标仍然是构建高质量股票池的关键。

图30：仅考虑自由现金流利润比率的收益曲线

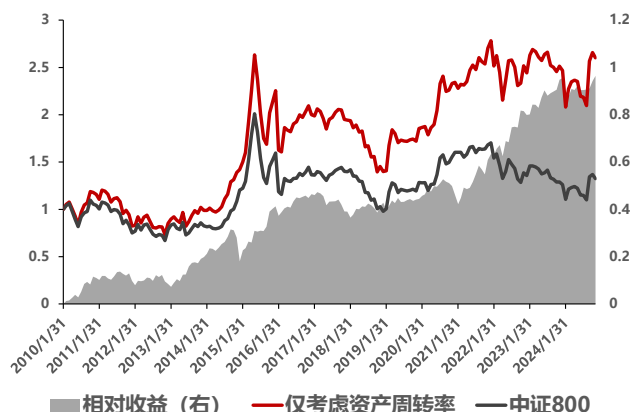


资料来源：wind，民生证券研究院

表6：仅考虑经营资产回报率的收益曲线



资料来源：wind，民生证券研究院

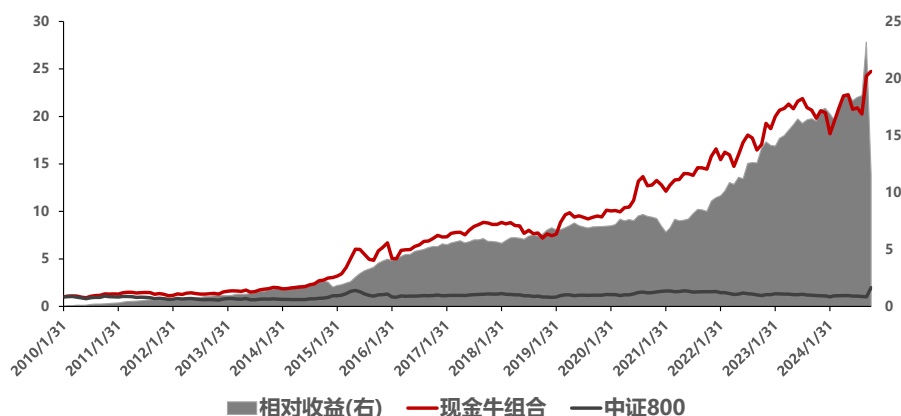
图31：仅考虑资产周转率的收益曲线


资料来源：wind，民生证券研究院

表7：仅考虑净利润率的收益曲线


资料来源：wind，民生证券研究院

接着，我们在高质量股票池的基础上，结合市盈率（PE 估值）、股价波动率以及基本面边际变化（SUE），进一步精选出最终的 50 只持仓股票，构成现金牛组合。组合月度进行调仓，交易费率双边千分之三。

图32：现金牛组合净值


资料来源：wind，民生证券研究院；单位：元

现金牛组合从 2010 年至 2024 年 11 月实现年化收益 24.58%，信息比率 1.97，绝大多数年份均能战胜基准。

图33：现金牛组合净值

年份	组合收益	基准收益	超额收益	信息比率	最大回撤
2010	28.40%	1.35%	27.04%	3.26	-22.82%
2011	-14.08%	-27.38%	13.30%	2.77	-29.64%
2012	32.84%	5.81%	27.03%	3.78	-11.15%
2013	27.81%	-2.14%	29.95%	3.58	-14.04%
2014	61.03%	48.28%	12.75%	0.81	-7.69%
2015	106.77%	14.91%	91.86%	4.13	-40.18%
2016	10.68%	-13.27%	23.95%	3.26	-22.58%
2017	16.60%	15.16%	1.44%	0.19	-9.81%
2018	-13.75%	-27.38%	13.63%	1.79	-26.04%
2019	34.75%	33.71%	1.04%	0.10	-16.50%
2020	29.09%	25.79%	3.30%	0.29	-14.45%
2021	33.43%	-0.76%	34.19%	1.99	-8.11%
2022	8.77%	-21.32%	30.08%	2.77	-16.79%
2023	12.70%	-10.37%	23.07%	2.49	-12.84%
2024(截至11.1)	17.93%	11.78%	6.15%	0.52	-21.64%
全样本	24.58%	1.51%	23.07%	1.97	-40.18%

资料来源：wind，民生证券研究院

持仓行业分布广泛，涵盖了从食品饮料到信息技术、从基础设施建设到环保服务等多个领域，显示出组合在追求稳定现金流的同时，也注重行业的多元化和平衡。组合中包含了一些市值较大且 ROE 较高的公司，如海天味业和亿联网络，这些公司通常具有较强的市场地位和盈利能力。此外，持仓中也不乏一些具有成长潜力的中小市值公司，反映了组合管理人在稳健投资的基础上，也寻求成长性投资机会的策略。

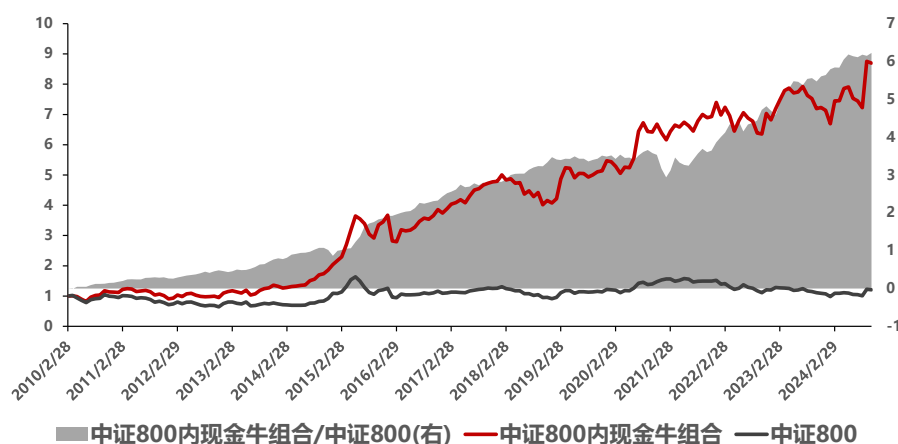
图34：现金牛组合 11 月持仓

序号	代码	名称	流通市值(亿)	ROE(%)	行业	序号	代码	名称	流通市值(亿)	ROE(%)	行业
1	603288.SH	海天味业	2,433.9	20.5	调味发酵品Ⅱ(申万)	26	603506.SH	南都物业	16.9	17.0	房地产服务(申万)
2	688513.SH	苑东生物	61.1	9.0	化学制药(申万)	27	300033.SZ	同花顺	1,102.2	19.3	软件开发(申万)
3	002831.SZ	裕同科技	237.2	13.5	包装印刷(申万)	28	002255.SZ	海陆重工	47.3	9.7	其他电源设备Ⅱ(申万)
4	300628.SZ	亿联网络	491.6	25.1	通信设备(申万)	29	002758.SZ	浙农股份	45.0	8.8	综合Ⅱ(申万)
5	603317.SH	天味食品	151.5	10.9	调味发酵品Ⅱ(申万)	30	601311.SH	骆驼股份	100.4	6.3	电池(申万)
6	002270.SZ	华明装备	153.4	16.2	电网设备(申万)	31	002396.SZ	星网锐捷	103.1	6.8	通信设备(申万)
7	000848.SZ	承德露露	91.6	21.8	饮料乳品(申万)	32	601177.SH	杭齿前进	36.3	9.5	通用设备(申万)
8	300012.SZ	华测检测	232.1	15.6	专业服务(申万)	33	688616.SH	西力科技	19.6	9.5	电网设备(申万)
9	002154.SZ	报喜鸟	59.5	16.9	服装家纺(申万)	34	000652.SZ	泰达股份	71.3	3.3	综合Ⅱ(申万)
10	002837.SZ	英维克	240.8	14.9	专用设备(申万)	35	600008.SH	首创环保	251.8	5.7	环境治理(申万)
11	600784.SH	鲁银投资	41.4	9.5	综合Ⅱ(申万)	36	688093.SH	世华科技	57.1	11.7	其他电子Ⅱ(申万)
12	600496.SH	精工钢构	63.8	6.7	专业工程(申万)	37	000823.SZ	超声电子	53.8	4.3	元件(申万)
13	600887.SH	伊利股份	1,776.7	20.1	饮料乳品(申万)	38	603989.SH	艾华集团	58.2	10.1	元件(申万)
14	002546.SZ	新联电子	36.2	1.9	电网设备(申万)	39	002545.SZ	东方铁塔	86.8	7.4	农化制品(申万)
15	603013.SH	亚普股份	75.8	12.0	汽车零部件(申万)	40	002376.SZ	新北洋	45.7	0.6	计算机设备(申万)
16	603680.SH	今创集团	68.4	5.6	轨交设备Ⅱ(申万)	41	002061.SZ	浙江交科	111.5	9.8	基础建设(申万)
17	002057.SZ	中钢天源	57.6	9.1	专业服务(申万)	42	600284.SH	浦东建设	59.1	7.8	基础建设(申万)
18	600273.SH	嘉化能源	107.0	12.0	化学制品(申万)	43	603115.SH	海星股份	32.8	6.8	工业金属(申万)
19	002479.SZ	富春环保	40.8	4.9	电力(申万)	44	600618.SH	氯碱化工	69.8	9.6	化学原料(申万)
20	600261.SH	阳光照明	41.5	6.0	照明设备Ⅱ(申万)	45	603096.SH	新经典	26.7	8.1	出版(申万)
21	603380.SH	易德龙	37.5	10.3	消费电子(申万)	46	002538.SZ	司尔特	48.2	2.3	农化制品(申万)
22	002062.SZ	宏润建设	45.8	8.0	基础建设(申万)	47	600356.SH	恒丰纸业	22.6	5.6	造纸(申万)
23	300515.SZ	三德科技	25.4	7.4	通用设备(申万)	48	603508.SH	思维列控	92.5	9.3	计算机设备(申万)
24	600455.SH	博通股份	15.4	11.1	软件开发(申万)	49	688330.SH	宏力达	38.5	5.4	电网设备(申万)
25	605166.SH	聚合顺	34.6	12.0	化学纤维(申万)	50	688557.SH	兰剑智能	20.0	10.6	通用设备(申万)

资料来源：wind，民生证券研究院

3.2.1 中证 800 内

进一步，我们将选股池限定在中证 800 内。中证 800 内的现金牛的个股数量在 400 个以内。中证 800 内现金牛组合年化收益 16.75%，信息比率 1.69，超额年化收益 15.24%。

图35：中证 800 内现金牛组合净值


资料来源：wind，民生证券研究院；单位：元

从逐年收益看，从 2010 年至今绝大部分年份都能战胜相应基准，每年超额收

益一般在 10%附近。2024 年截至 10 月 28 日实现收益 21.56%，高出中证 800 指数 11.78%收益约 9.78%。

图36：中证 800 内现金牛组合股票池数量



资料来源：wind，民生证券研究院；单位：个

最新一期的持仓如下：

表9：中证 800 内现金牛组合 11 月持仓

序号	代码	名称	流通市值(亿)	序号	代码	名称	流通市值(亿)
1	603288.SH	海天味业	2,433.9	26	600258.SH	首旅酒店	155.1
2	002831.SZ	裕同科技	237.2	27	601168.SH	西部矿业	421.6
3	300628.SZ	亿联网络	491.6	28	600873.SH	梅花生物	269.6
4	603317.SH	天味食品	151.5	29	601019.SH	山东出版	222.7
5	603893.SH	瑞芯微	369.7	30	603338.SH	浙江鼎力	256.7
6	688617.SH	惠泰医疗	361.8	31	300866.SZ	安克创新	426.0
7	300033.SZ	同花顺	1,102.2	32	000967.SZ	盈峰环境	153.0
8	600848.SH	上海临港	271.2	33	300002.SZ	神州泰岳	252.0
9	600299.SH	安迪苏	294.5	34	601611.SH	中国核建	257.2
10	600380.SH	健康元	211.6	35	601857.SH	中国石油	13,115.7
11	600820.SH	隧道股份	215.4	36	601088.SH	中国神华	6,603.0
12	000887.SZ	中鼎股份	175.4	37	603786.SH	科博达	229.8
13	002444.SZ	巨星科技	343.9	38	000738.SZ	航发控制	315.2
14	002001.SZ	新和成	699.8	39	600970.SH	中材国际	272.9
15	600885.SH	宏发股份	316.1	40	600765.SH	中航重机	340.4
16	600271.SH	航天信息	188.6	41	000333.SZ	美的集团	5,002.8
17	002841.SZ	视源股份	250.6	42	300699.SZ	光威复材	290.6
18	000559.SZ	万向钱潮	215.4	43	600941.SH	中国移动	926.7
19	600141.SH	兴发集团	244.2	44	600486.SH	扬农化工	235.0
20	601399.SH	国机重装	251.8	45	603568.SH	伟明环保	349.3
21	002065.SZ	东华软件	234.6	46	002683.SZ	广东宏大	191.4
22	601717.SH	郑煤机	206.3	47	601668.SH	中国建筑	2,504.9
23	300682.SZ	朗新集团	133.7	48	603444.SH	吉比特	146.9
24	601098.SH	中南传媒	217.3	49	000513.SZ	丽珠集团	227.0
25	600208.SH	衢州发展	250.2	50	002555.SZ	三七互娱	362.2

资料来源：wind，民生证券研究院；注：市值信息为 2024.10.28

3.2.2 中证 500 内

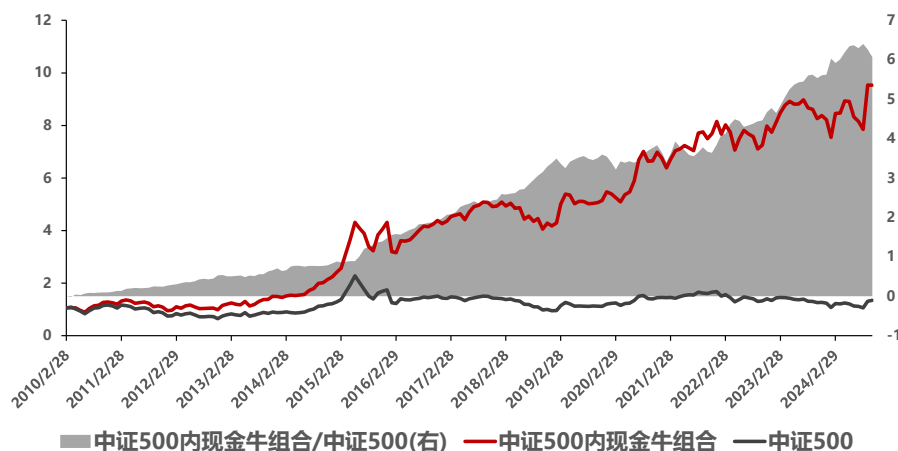
我们在中证 500 内运用该现金牛选股策略构成中证 500 内现金牛 TOP50 组合。中证 500 内的现金牛个股数量在 200 个左右。自 2010 年至 2024 年 10 月实现 17.03%年化收益，相对于中证 500 信息比率 1.88。

表8：中证 800 内现金牛组合逐年收益

年份	组合收益	基准收益	超额收益	信息比率	最大回撤
2010	20.20%	1.35%	18.85%	2.90	-24.33%
2011	-20.31%	-27.38%	7.08%	1.96	-32.07%
2012	21.92%	5.81%	16.11%	2.93	-15.40%
2013	20.33%	-2.14%	22.47%	3.01	-14.67%
2014	54.03%	48.28%	5.75%	0.48	-8.16%
2015	79.88%	14.91%	64.97%	3.73	-34.95%
2016	2.00%	-13.27%	15.27%	3.03	-22.19%
2017	28.05%	15.16%	12.88%	1.69	-6.90%
2018	-14.98%	-27.38%	12.40%	2.08	-26.32%
2019	34.18%	33.71%	0.47%	0.05	-15.63%
2020	16.75%	25.79%	-9.04%	-0.98	-13.56%
2021	15.86%	-0.76%	16.62%	1.12	-7.84%
2022	-7.78%	-21.32%	13.54%	1.66	-20.16%
2023	4.55%	-10.37%	14.93%	2.26	-13.36%
2024(截至11.1)	21.56%	11.78%	9.78%	1.21	-15.38%
全样本	16.76%	1.51%	15.25%	1.69	-36.19%

资料来源：wind，民生证券研究院

图37：中证 500 内现金牛组合净值



资料来源：wind，民生证券研究院；单位：元

从逐年收益看，从 2010 年至今绝大部分年份都能战胜相应基准，每年超额收益一般在 10%附近。2024 年截至 11 月 1 日实现收益 15.84%，高出中证 500 指数 7.42%收益约 8.43%。

图38：中证 500 内现金牛组合股票池数量



资料来源：wind，民生证券研究院；单位：个

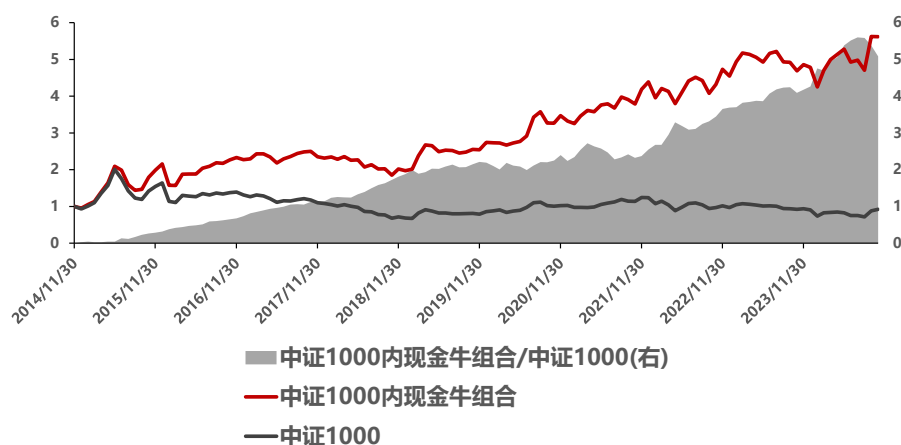
表10：中证 500 内现金牛组合逐年收益

年份	组合收益	基准收益	超额收益	信息比率	最大回撤
2010	25.63%	12.85%	12.78%	1.88	-23.21%
2011	-24.57%	-33.83%	9.26%	3.05	-34.34%
2012	21.54%	0.28%	21.26%	4.01	-17.81%
2013	29.74%	16.89%	12.85%	1.66	-14.59%
2014	49.39%	39.01%	10.39%	1.27	-7.97%
2015	93.37%	43.12%	50.25%	2.81	-42.56%
2016	-1.29%	-17.78%	16.48%	3.68	-24.18%
2017	15.87%	-0.20%	16.08%	3.44	-10.26%
2018	-15.36%	-33.32%	17.96%	4.85	-26.93%
2019	31.00%	26.38%	4.62%	0.52	-17.06%
2020	23.54%	20.87%	2.67%	0.15	-14.34%
2021	20.56%	15.59%	4.97%	0.36	-10.98%
2022	-5.06%	-20.31%	15.25%	2.22	-20.27%
2023	6.12%	-7.42%	13.54%	2.49	-12.61%
2024(截至11.1)	15.84%	7.42%	8.43%	1.05	-17.90%
全样本	17.03%	2.03%	15.01%	1.88	-42.56%

资料来源：wind，民生证券研究院

3.2.3 中证 1000 内

我们在中证 1000 内运用该现金牛选股策略构成中证 1000 内现金牛 TOP50 组合。中证 1000 内的现金牛个股数量逐年增加，在 200 个到 350 个左右。自 2014 年至 2024 年 10 月实现 19.5%年化收益，相对于中证 1000 信息比率 2.16。

图39：中证 1000 内现金牛组合净值


资料来源：wind，民生证券研究院；单位：元

从逐年收益看，从 2014 年至今绝大部分年份都能战胜相应基准，每年超额收益一般在 20%以内。2024 年截至 11 月 1 日实现收益 16.56%，高出中证 1000 指数 0.73%收益约 15.83%。

图40：中证 1000 内现金牛组合股票池数量


资料来源：wind，民生证券研究院；单位：个

表11：中证 1000 内现金牛组合逐年收益

年份	组合收益	基准收益	超额收益	信息比率	最大回撤
2014	-4.38%	-6.96%	2.57%	2.91	-8.33%
2015	118.22%	76.10%	42.12%	1.98	-49.28%
2016	6.03%	-20.01%	26.04%	4.48	-25.31%
2017	0.05%	-17.35%	17.40%	3.99	-15.34%
2018	-16.44%	-36.87%	20.43%	5.34	-29.93%
2019	37.28%	25.67%	11.61%	1.44	-17.30%
2020	20.36%	19.39%	0.97%	-0.01	-13.63%
2021	33.16%	20.52%	12.64%	0.86	-11.48%
2022	5.38%	-21.58%	26.96%	3.01	-20.31%
2023	11.60%	-6.28%	17.87%	2.74	-12.35%
2024(截至11.1)	16.56%	0.73%	15.83%	1.76	-21.22%
全样本	19.50%	-0.91%	20.41%	2.16	-49.28%

资料来源：wind，民生证券研究院

4 总结与展望

自由现金流的计算与理解：自由现金流是企业财务健康的重要指标，它反映了企业在满足再投资需求后可供分配的现金流量。传统的自由现金流计算方法虽然提供了一个基本框架，但在实际应用中存在一些挑战，如资本支出的界定不明确、经营活动与资本开支的界限模糊，以及资产处置现金流的归类问题。这些问题可能导致不同企业之间的自由现金流数据难以直接比较，从而影响投资者对企业价值的准确评估。

经营金融活动二元分离的重要性：为了解决传统计算方法中的问题，我们采用斯蒂芬·佩因曼教授提出的分析方法，通过重新编制资产负债表和利润表，可以更准确地计算自由现金流。这种重构方法将企业的经营活动和融资活动区分开来，使得自由现金流的计算更加贴近企业的实际情况。通过这种方法，投资者可以更清晰地看到企业的现金流产生和处置过程，从而更准确地评估企业的财务状况和投资价值。

为了补充传统杜邦分解的不足，引入了自由现金流（FCF）和自由现金流回报率（CFOR）作为关键分析维度，通过 CFOR 分析体系深入评估企业的盈利能力和资产的现金生成效率。**CFOR 体系通过拆解现金流量回报率，揭示企业如何将经营活动产生的现金流转化为净利润，包括自由现金利润比率和经营资产回报率，从而更全面地评估企业的经营绩效和财务稳定性。**

构建的选股组合在不同市场条件下均展现出优异的表现。其中现金牛组合自 2010 年至 2024 年 10 月底实现了年化 24.58% 的收益，信息比率达到 1.97；中证 800 内的现金牛 TOP50 组合年化收益 16.75%，信息比率 1.69，超额年化收益 15.25%；中证 500 内的现金牛 TOP50 组合年化收益 17.03%，信息比率 1.88；中证 1000 内的现金牛 TOP50 组合自 2014 年以来年化收益 19.5%，信息比率 2.16。

研究方向的展望主要集中在以下几个方面：

自由现金流分析的深化：随着市场对企业财务透明度的要求日益提高，自由现金流分析将继续作为评估企业价值和盈利质量的重要工具。未来的研究可能会进一步探索自由现金流与其他财务指标的结合使用，以及如何更准确地从净利润中还原出企业实际的现金流量。

财务报表重构的进一步发展：重新编制资产负债表和利润表的方法将有助于更清晰地揭示企业的经营活动和融资活动。未来的研究可能会开发出更精细的重构方法，以更好地适应不同行业和企业的特点，从而提高财务分析的准确性和实用性。

5 风险提示

- 1) **会计政策变更风险：**会计准则和实践的变更可能影响自由现金流的计算。如果企业或监管机构改变会计政策，可能会导致历史数据与未来数据的不可比性，从而影响投资决策。
- 2) **行业竞争加剧风险：**在某些行业，尤其是快速变化的行业，竞争可能加剧，影响企业的盈利能力和现金流状况。投资者在使用自由现金流作为投资依据时，应密切关注行业动态和竞争格局的变化。

6 参考文献

[1] Stephen Penman. 2013. Financial Statement Analysis and Security Valuation. Wiley Finance.

[2] Sloan, Richard G.. 1996. Do Stock Prices Fully Reflect Information in Accruals and Cash Flows about Future Earnings? [J]. The Accounting Review. Volume 71, No. 3, pp. 289 -315.

插图目录

图 1: 全 A 非金融自由现金流的结构拆分	3
图 2: 流向索取权人的现金流和公司内部的现金流	5
图 3: 公司现金流的存量与流量	6
图 4: 重新编制报表之间的关联	7
图 5: 财务报表之间的勾稽关系	9
图 6: 资产负债表存在的问题	9
图 7: 经营金融分离后的资产负债表 (简化)	10
图 8: 根据现金来源的不同划分资产资本表	12
图 9: ROOI_ttm 对比 ROE_ttm 多头收益得到显著提升	14
图 10: IFSB 下的现金流量表和二元分离后的现金价值分配表	15
图 11: A 股非金融上市公司现金投资与 GDP 资本形成总额	17
图 12: A 股非金融上市公司的现金投资和经营活动现金净额 (亿元)	17
图 13: 重制报表下的现金流与传统现金流之间的中位数差距	18
图 14: 上市公司资产负债率变化	18
图 15: 经营活动现金流净额及其调整项	18
图 16: 不同方法计算现金流差距最大/小的 20% 个股相对收益	19
图 17: 自由现金流因子多空	20
图 18: PCF 因子多头收益	21
图 19: 自由现金流稳定性因子	21
图 20: ROE 杜邦拆解体系	22
图 21: barra 质量因子分组表现	23
图 22: CFOR 的拆解体系	24
图 23: CFOR 拆解下的企业经营模式	25
图 24: 中证 800 部分成分股 CFOR 的拆解	25
图 25: 不同拆解方法下的符合条件个股数量 (个)	26
图 26: A 公司自由现金利润率出现下滑	26
图 27: 现金流选股流程	27
图 28: 高质量股票池数量	27
图 29: 高质量股票池净值	28
图 30: 仅考虑自由现金利润率的收益曲线	28
图 31: 仅考虑资产周转率的收益曲线	29
图 32: 现金牛组合净值	29
图 33: 现金牛组合净值	30
图 34: 现金牛组合 11 月持仓	31
图 35: 中证 800 内现金牛组合净值	31
图 36: 中证 800 内现金牛组合股票池数量	32
图 37: 中证 500 内现金牛组合净值	33
图 38: 中证 500 内现金牛组合股票池数量	33
图 39: 中证 1000 内现金牛组合净值	34
图 40: 中证 1000 内现金牛组合股票池数量	34

表格目录

表 1: 洋河股份-经营金融活动分离后的资产负债表 (亿元)	11
表 2: 洋河股份-经营和金融活动分离后的利润表 (亿元)	13
表 3: 洋河股份-经营金融分离后的现金流量表 (亿元)	16
表 4: 不同方法计算得到的洋河股份的经营自由现金流对比	19
表 5: 不同拆解方法下的收益对比 (等权)	26
表 6: 仅考虑经营资产回报率的收益曲线	28
表 7: 仅考虑净利润率的收益曲线	29
表 8: 中证 800 内现金牛组合逐年收益	32
表 9: 中证 800 内现金牛组合 11 月持仓	32
表 10: 中证 500 内现金牛组合逐年收益	33
表 11: 中证 1000 内现金牛组合逐年收益	34

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026