

如何通过杜邦分析法来分析股票

—— ◆ ————
财信证券 财富管理部 杨孟华

杨孟华 投顾团队



职业生涯:

1993-2002: 湖南国际信托投资公司, 证券部, 资讯经理

2002-2010: 财富证券, 经纪业务总部, 客服主管

2010-2011: 财富证券, 娄底湘中大道证券营业部, 总经理

2011-2017: 财富证券, 湘潭芙蓉路证券营业部, 总经理

2017—至今, 财信证券, 财富管理部, 投顾团队总监

投资风格:

坚持价值投资、右侧交易与中国资本市场相结合, 是证券投资的思想者与实践者。既能捕捉短线热点, 也擅长中长线布局, 攻守均衡, 风险控制能力强。

其他:

- 中国首批注册证券职业分析师
- 中国注册金融分析师
- CCTV2 “中国证券” 特约观察员
- 《中国证券报》《上海证券报》《股市动态分析》等全国性证券报刊特约撰稿人。



目录 CONTENTS

1 何谓杜邦分析？

2 杜邦分析的核心

3 案例分析



01

何谓杜邦分析？

何谓杜邦分析？

销售净利润率
(净利润/销售收入)

资产周转率
(营业收入/总资产)

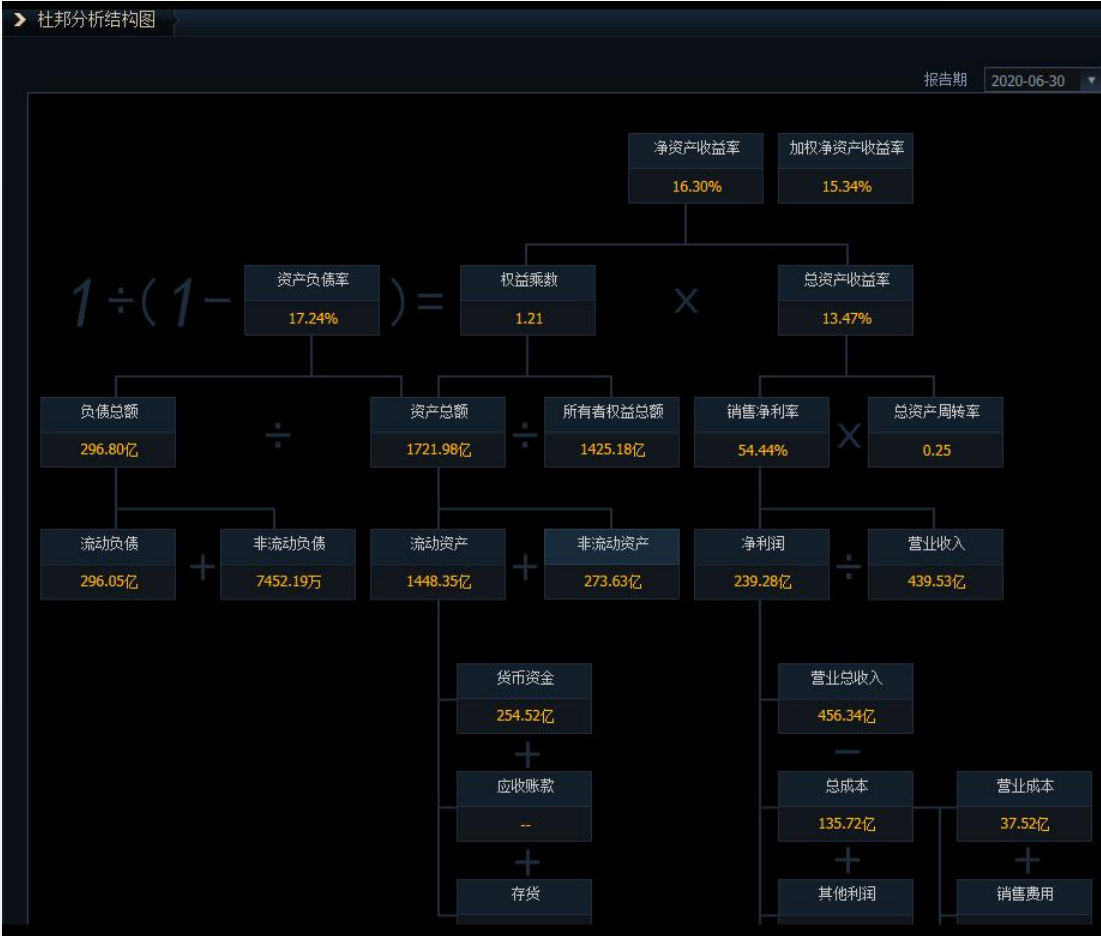
财务杠杆：
 $1 / (1 - \text{资产负债率})$

“杜邦分析法”

净资产收益率 (ROE) 进行拆解，拆解后的比率可以解释三方面的问题：
1、公司业务有没有盈利；2、公司资产使用效率如何；3、公司债务负担如何。

贵州茅台拆解

当期ROE (16.30%) = 销售净利率 (54.44%) * 总资产周转率 (0.25) * 权益乘数 (1.21)

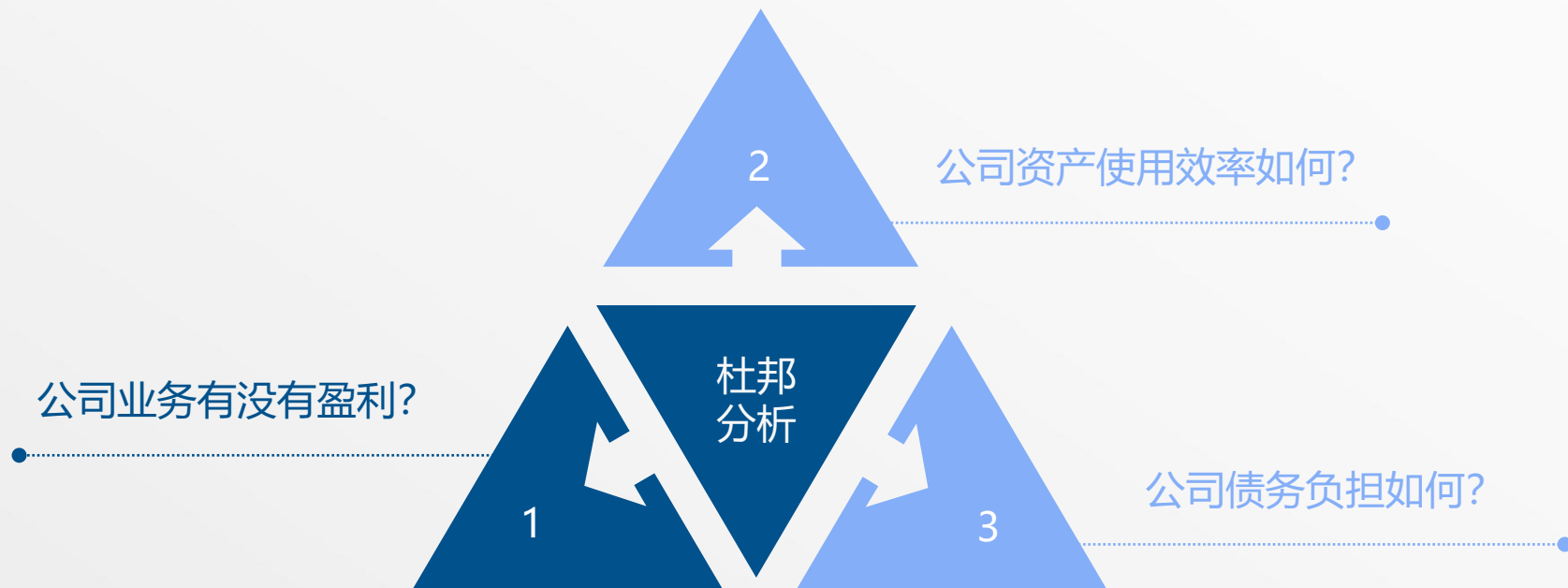




02

杜邦分析的核心

三个层面的问题



销售净利率

- **销售净利率即公司的盈利能力。**用企业的净利润除以企业的销售收入，这个比率的意义是衡量你每卖出去一块钱的产品，属于自己的净利润有多少。影响净利率的因素主要有毛利率、销售和管理费用率、利息费用率及所得税，**可以说这个比率把企业利润表全部涵盖进来。**毛利率体现了企业的竞争力；管理和销售费用率体现着管理层管理的能力、对渠道的控制力等；利息费用率体现了企业的借贷及利率的高低。
- **销售净利率是效益指标**，差异化战略即着重于发挥效益优势。富有特色的产品定价一般都比较低，而定价高的产品则不会有太大的需求量，因此，走差异化路线的企业一定都是高毛利低周转率的。因此，差异化战略是一种通过牺牲效率来换取效益的战略，与成本领先战略是完全不同的战略。
- 2016年贵州茅台和五粮液的净利率分别为45%和29%，格力和美的的净利率分别为14%和10%。**同行业来看，贵州茅台的市场控制力远远大于五粮液，格力的全空调模式里净利率高出美的不少；跨行业来看，白酒巨头产品定价远远高于空调巨头。**

资产周转率

- 总资产周转率,这个比率的分子营业收入来自利润表, 分母总资产来自资产负债表。总资产是一个企业能够控制的所有资源, 用这个资源所创造的销售收入就是这个比率的含义, 即1块钱总资产能带来的营业收入。**这个比率充分反映了企业的对总资产的利用效率, 同时也是企业运营效率的体现。**
- **资产周转率指标属于效率指标, 成本领先战略即着重发挥效率性。**比如薄利多销, 就是通过降低价格从而提升企业的销售额, 一个成功的薄利多销就是削减“销售净利率”, 增加“总资产周转率”, 即不减少企业的净资产收益率。
- 2016年贵州茅台和五粮液的总资产周转率分别为0.4和0.43, 格力和美的的总资产周转率分别为0.64和1.07。同行业来看, 贵州茅台和五粮液资产效率几乎一致, 美的却高出格力很多; 跨行业来看, 白酒的资产周转率低于空调巨头较多。

权益乘数

- **权益乘数即杠杆风险。**这是一个资产负债表内部指标，即总资产除以净资产，体现了股东投入带来总的控制资源的多少。具体含义就是1元的股东投入能带来的所有资源。
- 比如2016年贵州茅台和五粮液的权益乘数分别为1.46和1.27，格力和美的的权益乘数分别为3.39和2.71。同行业来看，贵州茅台和五粮液杠杆比例差异很小，美的却低于格力很多；跨行业来看，白酒的权益乘数低于空调巨头较多。

杜邦分析

杜邦公司的布朗把三个指标相乘，就得到了流传百年的杜邦分析：

净资产收益率

= 净利润/净资产

= (净利润/总资产) * (总资产/净资产)

= (净利润/销售收入) * (销售收入/总资产) * (总资产/股东权益)

=净利率*资产周转率*权益乘数。

2016年贵州茅台和五粮液的ROE分别为24%和15%，格力和美的的ROE分别为30%和27%。同行业来看，贵州茅台靠着高出16%的净利率拉开了与五粮液的差距，格力和美的却在伯仲之间，优劣难分；跨行业来看，空调巨头靠着资产周转和利用杠杆的优势压了白酒双雄一头，利润表差，资产负债表来弥补。

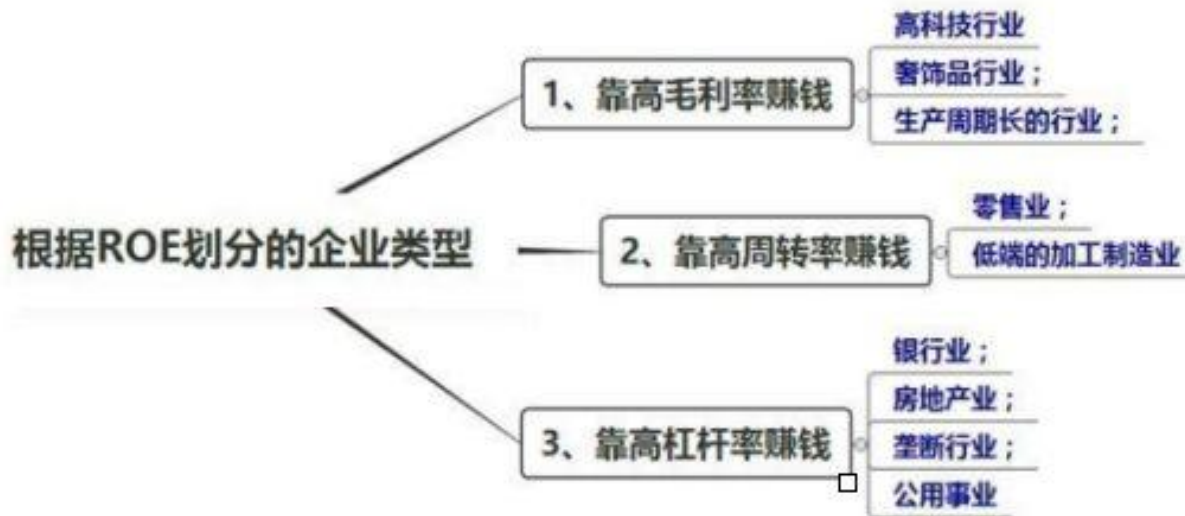




03

案例分析

企业类型划分



不同生意模式

01

高科技行业

虽然单价很贵，利润丰厚，但是销量一般。用财务指标来表示就是符合高净利润率和较低的总资产周转率为特征。

02

超市等零售行业

用财务指标来表示就是符合低销售利润率和高总资产周转率的特征。更直观地说，就是我们经常听到的薄利多销。

03

银行、保险、券商、房地产等行业

公司属于属于利用高杠杆来做生意，属于投入本金少，借钱生蛋，财务杠杆巨大，要求风控做得好。

所以，从风险的角度看ROE的三种经营模式，**风险程度从低到高依次为：高毛利率低周转率 < 低毛利率高周转率 < 某些高杠杆企业。**

三种模式ROE

维持稳定又比较高的ROE大概是优秀公司的财报特征。当然这条不适应周期性行业，尤其是强周期行业，强周期行业ROE可能为负数。但是对大多数企业来说，稳定而又高于15%的ROE绝对是优秀企业的特征。综上，贵州茅台无疑属于优秀企业之一。



The image features a light gray background with abstract blue geometric shapes in the corners. A dark blue triangle is in the top-left corner. In the bottom-right corner, there are two overlapping triangles: a light blue one on the left and a dark blue one on the right.

谢谢观看