

分类号 _____
U D C _____

密级 _____
编号 10741

兰州财经大学

LANZHOU UNIVERSITY OF FINANCE AND ECONOMICS

硕士学位论文

论文题目 基于熵权-灰色关联分析法下
长城汽车盈利质量评价研究

研究生姓名: 王慧

指导教师姓名、职称: 雒京华 教授 李宝军 高级会计师

学科、专业名称: 会计硕士

研究方向: 注册会计师

提交日期: 2024 年 6 月 1 日

独创性声明

本人声明所呈交的论文是我个人在导师指导下进行的研究工作及取得的研究成果。尽我所知，除了文中特别加以标注和致谢的地方外，论文中不包含其他人已经发表或撰写过的研究成果。与我一同工作的同志对本研究所做的任何贡献均已在论文中作了明确的说明并表示了谢意。

学位论文作者签名： 王慧 签字日期： 2024.6.1

导师签名： 徐系华 签字日期： 2024.6.1

导师(校外)签名： 李海 签字日期： 2024.6.1

关于论文使用授权的说明

本人完全了解学校关于保留、使用学位论文的各项规定， 同意 (选择“同意” / “不同意”) 以下事项：

1. 学校有权保留本论文的复印件和磁盘，允许论文被查阅和借阅，可以采用影印、缩印或扫描等复制手段保存、汇编学位论文；

2. 学校有权将本人的学位论文提交至清华大学“中国学术期刊(光盘版)电子杂志社”用于出版和编入CNKI《中国知识资源总库》或其他同类数据库，传播本学位论文的全部或部分内容。

学位论文作者签名： 王慧 签字日期： 2024.6.1

导师签名： 徐系华 签字日期： 2024.6.1

导师(校外)签名： 李海 签字日期： 2024.6.1

Research on Evaluation of Profitability Quality of Great Wall Motors based on Entropy Weight-Grey Relation Analysis

Candidate : Wang Hui

Supervisor: Luo Jinghua Li Baojun

摘 要

党的二十大报告指出,高质量发展是全面建设社会主义现代化国家的首要任务。新能源汽车作为我国的重点发展产业,其盈利质量对我国高质量发展目标的实现发挥着重要作用。为了推动新能源汽车行业稳健发展,我国出台了多项补贴政策,然而近年受国家公共安全事件的冲击及政府补贴退坡影响,新能源汽车行业在核心技术研发突破、市场占有率等方面遭遇挑战。因此行业的盈利质量成为业界瞩目的焦点,长城汽车对行业贡献有目共睹,其盈利质量值得深入研究。

本文基于我国新能源汽车行业发展背景,对有关盈利质量的国内外研究文献进行分类整理,阐述了本文的整体研究框架和所使用的研究方法,并简要介绍相关概念和理论基础。文章立足于长城汽车盈利模式,基于五个维度,选取 20 个指标确定盈利质量评价指标体系。将熵权法及灰色关联分析法作为长城汽车盈利质量评价方法,以实现纵向综合分析。以长城汽车为研究对象,选取比亚迪、上汽集团及行业均值 2015-2022 年的财务数据为对比,深入探究长城汽车盈利质量的影响因素。首先使用熵权法对长城汽车盈利质量指标权重进行计算,找出对企业盈利质量影响较大的因素,其次通过灰色关联模型计算得出长城汽车年度盈利质量排名;根据评价结果对重要的指标进行具体分析,研究结果表明,长城汽车的盈利质量在获利性、收现性和稳定性和结构性方面还有待提高;在此基础上本文提出优化盈利质量的具体建议,期望能改善其盈利质量,同时为同行业企业在盈利质量评价方法上的完善提供有价值的参考。

关键词: 盈利质量 熵权法 灰色关联分析法 长城汽车

Abstract

The report of the 20th National Congress of the Communist Party of China pointed out that high-quality development is the primary task of building a modern socialist country. As a key development industry in China, the profitability quality of new energy vehicles plays an important role in the realization of China's high-quality development goals. However, due to the emergence of national public security incidents in recent years and the decline of national financial subsidies, there are many deficiencies in the new energy vehicle industry in terms of core technology research and development breakthroughs and market share. Therefore, the profitability quality of the new energy automobile industry has attracted much attention, and Great Wall Motors has made great contributions to China's new energy industry, and its profitability quality is worthy of in-depth study.

Based on the development background of China's new energy vehicle industry, this paper classifies the domestic and foreign research literature on profit quality, expounds the overall research framework and research methods used in this paper, and briefly introduces the relevant concepts and theoretical foundations. Based on the profit model of Great Wall Motors, this paper selects 20 indicators to determine the profit

quality evaluation index system based on five dimensions. The entropy weight method and grey correlation analysis method were used as the methods to evaluate the profit quality of Great Wall Motors to achieve longitudinal comprehensive analysis. Taking Great Wall Motor as the research object, the financial data of BYD, SAIC and industry average from 2015 to 2022 are selected as a comparison to explore the influencing factors of Great Wall Motor's profit quality. Firstly, the entropy weight method is used to calculate the weight of Great Wall Motor's earnings quality index to find out the factors that have a greater impact on the company's earnings quality, and secondly, the gray correlation model is used to calculate the annual earnings quality ranking of Great Wall Motor. According to the specific analysis of the indicators, the research results show that the profitability quality of Great Wall Motors needs to be improved in terms of profitability, cashability, stability, sustainability and growth. On this basis, this paper puts forward specific suggestions for optimizing the profitability quality, hoping to improve its profit quality, and also provide reference for enterprises in the same industry to improve the profitability evaluation methods.

Keywords : Profitability Quality; The Entropy Weight Method; Grey Relation Analysis; Great Wall Motor Company Limited

目 录

1 绪论	1
1.1 研究背景、目的及意义	1
1.1.1 研究背景	1
1.1.2 研究目的及意义	1
1.2 研究内容及方法	2
1.2.1 研究内容	2
1.2.2 研究方法	3
1.3 文献综述	4
1.3.1 盈利质量的特征	4
1.3.2 盈利质量的影响因素	5
1.3.3 盈利质量的评价体系	8
1.3.4 熵权法及灰色关联分析法在盈利质量中的应用	10
1.3.5 文献述评	10
2 概念界定与理论基础	12
2.1 概念界定	12
2.1.1 盈利质量	12
2.1.2 熵权法	13
2.1.3 灰色关联分析法	14
2.2 理论基础	15
2.2.1 利益相关者理论	15
2.2.2 核心竞争力理论	15
2.2.3 可持续发展理论	15
3 长城汽车案例介绍	16
3.1 行业发展背景	16

3.2 长城汽车基本情况	16
3.2.1 长城汽车简介	17
3.2.2 长城汽车财务现状	17
3.3 长城汽车盈利模式要素分析	22
3.3.1 利润对象	22
3.3.2 利润点	22
3.3.3 利润来源	22
3.3.4 利润杠杆	23
3.3.5 利润屏障	24
4 熵权—灰色关联法下长城汽车盈利质量评价体系构建	25
4.1 引入熵权—灰色关联分析法的必要性	25
4.2 长城汽车盈利质量评价指标选取	25
4.2.1 选取原则	25
4.2.2 选取结果	25
4.3 长城汽车盈利质量评价模型计算	27
4.3.1 数据来源及处理	27
4.3.2 确定指标权重	28
4.3.3 计算关联系数	32
4.3.4 计算关联度	35
4.4 长城汽车盈利质量指标分析	36
4.4.1 盈利的获利性分析	36
4.4.2 盈利的收现性分析	44
4.4.3 盈利的结构性分析	51
4.4.4 盈利的稳定性分析	56
4.4.5 盈利的持续性及成长性分析	59
4.5 长城汽车盈利质量评价结果	61
5 长城汽车盈利质量提升建议	63
5.1 提高主营业务获利能力	63
5.2 加强成本费用控制	64

5.3 建立信用评估体系	65
5.4 加大研发投入力度	66
5.5 加强资产负债管理	66
6 研究结论与展望	68
6.1 研究结论	68
6.2 展望	69
参考文献	70
后 记	75

表索引

表 3.1 长城汽车 2015 年-2022 年资产负债状况	17
表 3.2 长城汽车 2015 年-2022 年应收账款状况	18
表 3.3 长城汽车 2015 年-2022 年存货状况	18
表 3.4 长城汽车 2015 年-2022 年分业务收入表	19
表 3.5 长城汽车 2015 年-2022 年成本费用表	20
表 3.6 长城汽车 2015 年-2022 年现金流情况表	21
表 3.7 长城汽车 2015 年-2022 年分业务收入表	23
表 3.8 长城汽车 2015 年-2022 年分地区收入表	23
表 3.9 长城汽车 2015 年-2022 年分产品销量表	23
表 4.1 长城汽车盈利质量评价体系	26
表 4.2 长城汽车 2015-2022 年盈利质量评价指标值	27
表 4.3 长城汽车 2015-2022 年盈利质量评价指标无量纲化处理值	28
表 4.4 长城汽车 2015-2022 年盈利质量评价指标无量纲化平移处理值	29
表 4.5 长城汽车 2015-2022 年盈利质量评价指标比重	30
表 4.6 长城汽车 2015-2022 年盈利质量评价指标赋权计算结果	31
表 4.7 长城汽车盈利质量评价指标序列	32
表 4.8 长城汽车盈利质量评价指标序列无量纲化处理值	33
表 4.9 长城汽车盈利质量评价指标绝对值序列	34
表 4.10 长城汽车盈利质量评价指标关联系数	35
表 4.11 长城汽车 2015-2022 年关联度及排名	36
表 4.12 总资产收益率统计表	37
表 4.13 销售净利率统计表	38
表 4.14 成本费用利润率统计表	40
表 4.15 净资产收益率统计表	41
表 4.16 长城汽车 2015-2022 年净资产收益率影响因素表	41
表 4.17 毛利率统计表	43
表 4.18 核心利润获现率统计表	44

表 4.19 上汽集团核心利润统计表.....	46
表 4.20 营业利润获现率统计表.....	47
表 4.21 盈余现金保障倍数统计表.....	49
表 4.22 扣非加权平均净资产收益率统计表.....	51
表 4.23 非经常性损益比率统计表.....	52
表 4.24 核心利润贡献率统计表.....	55
表 4.25 资产负债率统计表.....	56
表 4.26 经营杠杆统计表.....	57
表 4.27 财务杠杆统计表.....	58
表 4.28 营业收入增长率统计表.....	59
表 4.29 可持续增长率统计表.....	61

图索引

图 3.1 长城汽车 2015-2022 年费用变动图	20
图 3.2 长城汽车 2021 年营业成本结构图	21
图 4.1 总资产收益率统计图	37
图 4.2 2015 年-2022 年销售净利率趋势图	39
图 4.3 成本费用利润率统计图	40
图 4.4 净资产收益率统计图	41
图 4.5 毛利率统计图	43
图 4.6 核心利润获现率统计图	45
图 4.7 营业利润获现率统计图	48
图 4.8 盈余现金保障倍数统计图	50
图 4.9 扣非加权平均净资产收益率统计图	52
表 4.10 非经常性损益比率统计图	53
图 4.11 长城汽车政府补助占比	54
图 4.12 核心利润贡献率统计图	55
图 4.13 资产负债率变动趋势图	57
图 4.14 经营杠杆统计图	57
图 4.15 财务杠杆统计图	58
图 4.16 营业收入增长率趋势图	60
图 4.17 可持续增长率统计图	61

1 绪论

1.1 研究背景、目的及意义

1.1.1 研究背景

近年来,随着新一轮科技革命、产业变革的兴起以及双碳目标的提出,绿色环保、可持续发展成为当下发展的主流方向。传统汽车制造已经不能满足当下经济发展的战略要求,新能源汽车产业进入高速发展的阶段。新能源汽车行业作为我国战略新兴产业,对经济的进步起着不可替代的作用。面对原材料价格上升、芯片短缺等诸多困难,企业生存下去成为激烈的市场竞争环境中的关键,而要想在艰难的环境中存活,就需要拥有良好的盈利质量。

长城汽车股份有限公司成立于 1984 年,现如今已经发展成为一家多品牌、多渠道的汽车企业。企业除整车销售外,还涉及汽车及零部件的设计、研发和生产,并在动力电池、氢能等清洁能源领域以及智能驾驶、芯片的技术研发和应用领域均有涉猎。此外,长城汽车销售网络覆盖全球,目前已出口到 170 多个国家和地区,海外销售渠道超过 700 家,并在多国设立研发中心和技术创新中心,是中国目前最大的 SUV 和皮卡制造企业之一。其发展潜力得到了外界的广泛肯定和认可,多次入选“中国企业 500 强”、“福布斯亚太最佳上市公司”。然而 2022 年长城汽车销量为 106.75 万辆,降幅达 16.66%。但其营业总收入为 1373.4 亿元;归属于上市公司股东的净利润为 82.66 亿元,同比增长 22.90%;并主动下调 2023 年绩效指标,销量不低于 160 万辆、净利润不低于 60 亿元。本文将基于熵权法和灰色关联分析法构建盈利质量评价模型,对影响长城汽车盈利质量的财务指标进行分析,找出长城汽车盈利质量存在问题,并提出相应建议,为同行业企业高质量发展提供借鉴。

1.1.2 研究目的及意义

(1) 研究目的

一个企业是否能够生存,并且继续发展下去,主要取决于该企业的盈利质量。

它是衡量上市公司经营状况、发展潜力以及进行综合评价的关键步骤。然而许多企业注重利润的数量，却忽略了企业经营发展的质量，因此企业在发展中应当关注利润质量，从而更好的实现高质量发展。新能源汽车行业作为我国战略新兴产业，其高质量发展对于国民经济运行至关重要。因此，本文以长城汽车为例，将熵权法及灰色关联分析法结合对长城汽车盈利质量进行综合评价，在此基础上进行具体指标的分析，力求探究长城汽车盈利质量现状，发现其盈利方面存在的问题，并为其提出改进建议。

（2）研究意义

①理论意义

国内外关于盈利质量研究体系至今尚未成型。现有研究均偏重于工业、房地产等热门领域，而对于汽车行业进行的研究极少，本文根据盈利质量的特征，对长城汽车盈利质量进行系统、全面的评价，可以丰富盈利质量评价理论体系，对新能源汽车行业上市公司盈利质量管理提供一定的借鉴。

同时，将熵权法及灰色关联分析相结合能够较为客观的对影响企业盈利质量的相关财务数据进行计量，有助于进一步拓展熵权-灰色关联分析法在新能源汽车行业盈利质量评价中的应用范畴。

②现实意义

盈利质量是企业决策的重要参考依据，加上国家对于新能源汽车行业补贴较大，盈利质量的好坏关乎国家根本。所以通过对长城汽车盈利质量进行深入研究，力求能通过对长城汽车的具体分析从而还原新能源汽车行业盈利质量的现状，促进本公司盈利质量提升，为利益相关者提供参考依据的同时为行业内其他企业的高质量提供一些相关经验。

1.2 研究内容及方法

1.2.1 研究内容

全文共分为六部分，主要内容如下：

第一部分为绪论。主要阐述研究背景、目的及意义，说明论文的研究内容与方法、文献综述。

第二部分为概念界定与理论基础。对重要概念盈利质量、熵权法及灰色关联分析进行阐释，本文用到的理论包括利益相关者理论、核心竞争力及可持续发展理论。

第三部分为长城汽车案例介绍。首先对新能源汽车行业背景进行分析；其次，简要介绍长城汽车的基本情况和财务现状；再次，从五要素入手对长城汽车盈利质量模式进行分析。

第四部分为基于熵权法及灰色关联分析法下盈利质量评价体系的构建。首先对引入熵权法及灰色关联分析法的必要性进行阐述；其次进行盈利质量评价指标的选取；再次对该评价体系进行应用，确定长城汽车指标数据，并对数据进行处理，运用熵权法进行指标权重的计算，通过灰色关联分析法计算关联系数以及灰色关联贴近度，实现对长城汽车盈利质量的综合评价；最后根据结果对盈利质量指标按重要性程度选取每个维度排名较前的指标，选取比亚迪、上汽集团及行业均值进行对比，得出长城汽车盈利质量方面存在的问题。

第五部分为长城汽车盈利质量的优化建议。本部分内容主要是针对前文所发现的长城汽车盈利质量存在的问题提出具体的建议。

第六部分为研究结论与展望。通过上述对长城汽车盈利质量的评价，得出本文的主要结论并阐述盈利质量未来的研究方向。

1.2.2 研究方法

（1）案例研究法

案例研究法指对某一特定案例进行探究，通过数据收集、分析资料来形成特有的研究报告的一种方法。本文拟通过对长城汽车盈利质量的综合评价，找到影响盈利质量的关键因素，其次对影响较大指标进行具体分析，找到企业存在的问题并提出针对性意见。

（2）文献研究法

文献研究法是指在搜集整理相关文献的基础上，全面的掌握各种课题的研究观点及研究进展的一种方法。本文搜集相关文献的渠道主要包括学校图书馆资源总库、中国学术期刊网以及发表过的权威的专业书籍。拟在梳理相关文献之后，为论文提供充分的理论依据，指导论文的分析。

1.3 文献综述

1.3.1 盈利质量的特征

(1) 盈利质量特征的国外研究

国外学者自 20 世纪起对盈利持续性展开研究，研究范围较广泛，涉及盈利持续性的影响因素及与股票市场的关系等。Dichev, Graham 等（2013）认为高质量利润应具可持续性及其可重复性^[9]。Panagiotis G(2016)选取上市公司进行实证研究，研究表明经营活动中产生的现金流决定盈利的持续性。部分学者运用可持续发展理论进行评价^[13]。Chi-Hsiou D 等(2018)研究竞争环境对持续性的影响，实验发现：激烈的竞争使得各银行减缓自身盈利调整速度，导致盈利持续性下降^[3]。也有学者对利润质量的其他特征进行研究。Penman 等(2002)主张评估盈利水平可以从经常性业务的收益入手，得出盈利质量较优^[18]。Giulia Baschieri（2016）立足于盈利质量稳定性视角，纳入可持续发展指标，从利润构成和历史变化趋势来评价企业盈利质量的结果。从长远来看，高质量的盈利不仅能够反映企业保持持续稳定增长的能力，也可以提升其可持续发展空间^[7]。Ahmed I E（2020）基于会计信息的真实性，选取 12 个特定变量构建盈利质量评价体系^[1]。

(2) 盈利质量特征的国内研究

盈利质量的真实性。真实性是利润信息固有特性之一，是指利润计量与其实际状态相吻合。李树彬（2011）认为真实性是由合规性、可变现性、充分性和公正性四个关键质量特征组成的，针对最重要的合规性及可变现性进行评价指标的选取,对上证 50 指数利润的真实性进行评价^[38]。

盈利质量的收现性。盈利收现性是满足利益相关者需求的保障。盈利收现性越好，利益相关者越满意，企业越容易获得利益相关者的资本投入，盈利质量越高。高彦彬、阮非凡（2018）认为利润的获现性应关注利润与现金流量的匹配程度，体现为利润能否带来相应的现金流入^[22]。

盈利质量的结构性。学者多基于利润结构进行质量评价。张新民、王秀丽（2003）认为利润结构质量应考虑利润结构是否与发展战略适应的能力、主营业务的核心性、利润自身结构的协调性、利润结构与资产结构的匹配度、利润结构与现金流量结构是否趋同^[65]。王月（2009）基于资产负债观，对利润自身结构的

协调性及利润结构与资产结构的匹配性两方面对利润质量进行分析^[51]；钱爱民和张新民（2011）运用多维度分析方法，从利润结构的内在质量、增值质量、现金流保障情况三个维度构建企业盈利结构质量的综合评价模型^[48]。赵宇航、田宇辰（2022）通过研究核心业务利润结构各变量对盈利质量的影响，构建完整的判断盈利质量的体系。该体系判断盈利质量好坏的核心思想是衡量企业主要业务经营的安全性，持久性和稳定性^[67]。

盈利质量的稳定性。利润的稳定性是指在连续的若干会计年度内，公司利润水平变动幅度及趋势表现企业盈利水平的稳定性。杨方文、田苗、李荔（2011）联合利润表和现金流量表，选取 29 家上证 50 指数公司为样本，采用结构分析法对利润稳定性进行实证分析^[59]。传统的评价体系大多是从结构性角度出发，忽略了利润的安全保障性。而后在此基础上，王本运、杨方文（2012）从质量视角，充分考虑利润的安全性、结构性、现金流的配比及利润的稳定程度四个因素，对利润的稳定性进行评价^[50]。

盈利质量的盈利性。盈利是企业一切经营活动的最终目标，主营业务的获利性至关重要。马琰琪（2019）认为利润的盈利性关注利润数量，体现为总资产收益率^[46]。

盈利质量的持续性。大部分学者主要关注制造业、服务业及银行等整体盈利持续性问题。李世辉、曾辉祥等（2016）选取我国机械、设备及仪表行业的 123 家上市公司 2005-2014 年数据，用一阶自回归模型测度了样本企业年度和时间段的盈利持续性，同时对其影响因素进行实证检验。结果表明：该行业上市公司的盈利持续性水平整体不容乐观^[37]。

盈利质量的成长性。受环境影响，企业盈利状况存在不确定性。喻凯、刘超（2013）用因子分析法研究企业主营业务收入增长率与盈利质量之间的相关关系。研究发现只有主营业务收入增速在适度范围内才会使其与盈利质量同步正相关，一旦企业增长速度过快就会造成企业资源紧缺和组织管理能力紧张，由此带来盈利质量的低下甚至会引发企业财务危机最终导致企业破产^[60]。

1.3.2 盈利质量的影响因素

所谓盈利质量的影响因素就是在检验过程中考察究竟哪些因素会影响企业

的盈利质量。学界归纳出的盈利质量影响因素主要可以划分为外部因素和内部因素两类。龙子午、袁亮（2007）认为上市公司内外部环境、会计准则及监督机制会影响盈利质量^[42]。

（1）外部因素

国内外研究表明，盈利质量会受到外部大环境的影响。包括政府及产业政策的支持、国内外监管环境的变动、资本市场的开放程度以及国民经济运行的整体状况等。

首先，政策支持可以帮助企业更好的提高盈利质量。陈涛、赵婧君（2020）采用因子分析及回归分析发现：政府补助与盈利质量之间呈正相关，且研发投入在二者关系中有中介效应^[19]；韩金红、徐传鑫（2021）实证证明产业政策通过缓解融资约束、加大市场监管的共同作用来提高受政策扶持企业的盈余质量^[26]。

其次，外部监管是影响企业盈利质量的重要因素。古朴、翟士运（2020）深入分析影响盈余质量的内在路径，研究发现监管不确定性与盈利质量呈反比^[23]。

最后，资本市场开放程度、外部经济环境的变化也影响着公司盈利质量。现对于宏观层面的资本市场开放对盈利质量会产生怎样的影响研究较少。马广奇、王瑞（2021）构建多期双重差分模型探讨资本市场开放对盈余质量的影响，采用“PSM”方法检验得出沪深港通交易制度抑制盈余质量^[45]。随着时代及外部环境的变化，学者对于盈利质量影响因素不断变化。Dechow, Dichev(2002)认为应从外部经济环境及盈余管理入手，构建盈利质量评价模型^[14]。Anthony Persakis 等(2015)利用线性回归方法对盈利质量进行分析，研究盈利的稳健型、盈余持续性时，发现在经济衰退、全球爆发金融危机期间，许多企业的盈利质量呈下滑趋势^[2]。

（2）内部因素

现有文献对于影响盈利质量的内部因素的研究主要包括公司治理、内部控制、会计处理等方面。

首先，公司治理影响企业盈利质量。一方面，公司治理整体效能与盈利质量间存在密切关系。Mauricio Melgarejo（2019）认为政治不稳定的企业应当积极建立良好的内部治理机制，降低风险并提高盈利水平^[11]。Hao Hong（2020）也在其文章中认同这一观点，即有效的内控能促进企业盈利质量的提升^[8]。Mohammed

Adel (2021) 研究发现, 治理质量会直接影响盈利质量, 经营绩效也可作为中介变量作用于盈利质量^[12]。谢海娟、刘晓臻 (2018) 运用探索性因子分析、信度与效度检验和模型适配度检验等实证方法, 以 2011-2014 年 2949 家沪市 A 股上市公司为研究样本, 证实了公司治理和内部控制对企业盈利质量的影响, 研究发现内部控制和公司治理对企业盈利质量均具有显著的正向影响^[52]。另一方面, 内部组织架构的不同也会影响企业的盈利质量。张佩 (2021) 以 2011-2017 年沪深 A 股企业为研究样本, 基于财务数据对董事会在盈余质量中的治理效应进行实证检验, 研究发现: 董事会治理与盈余质量之间显著正相关; 双重监管能显著增强董事会治理与盈余质量之间的相关性^[64]。颜洁、李志益 (2022) 以 2007-2019 年 A 股非金融类上市公司为样本, 通过研究证明大股东数量较多时, 企业盈余质量显著提高^[56]。

其次, 企业的财务状况及会计核算至关重要。部分学者通过会计处理以及盈余管理角度阐述盈利质量。张艳秋 (2006) 从会计处理、盈余管理及委托代理三方面进行分析, 得出影响利润质量的因素包括利润构成、会计政策及信用政策^[66]。杜雪华、许黎莉 (2017) 利用琼斯模型和修正的琼斯模型对 2010-2015 年我国上市公司进行研究, 在新会计准则的背景下论证了资产减值准备对公司盈余质量的影响, 即上市公司通过可转回资产减值准备的计提、转回操纵利润的空间较大, 盈余质量会显著下降^[20]。另一方面, 也有学者通过对资产及其他财务指标的实证分析得出对企业盈利质量的影响, 如符刚等 (2006) 通过实证方法研究发现: 上市公司的综合杠杆、营业毛利率、每股经营活动现金净流量、总资产周转率对公司盈利质量有显著解释力; 上市公司可持续发展能力的强弱受风险水平、盈利能力、现金能力和营运能力的影响, 并可以通过盈利质量来衡量上市公司的可持续发展能力^[21]。袁卫秋 (2015) 建立多元线性回归分析模型, 运用现金周期、存货周转期、应收账款周转期、应付账款周转期、营运资本需求比率五个指标分析营运资本管理效率对企业盈利水平及盈利质量的影响^[62]。闫绪奇、高雨 (2019) 以具体的虚拟资产衡量资产质量, 验证了资产质量对盈余质量的影响^[57]。

最后, 除了上述影响因素外, 企业专业化程度、规模、公司战略、企业社会责任等也是影响着盈利质量。FrancisJ, Nanda D 等 (2008) 研究了自愿性信息披露、盈余质量和资本成本之间的关系。研究发现自愿披露越多, 资本成本越低,

收益质量更好^[6]。Dan Givoly, Carla K. Hayn 等（2010）比较了公开交易和私募股权投资两类公司的会计数据质量发现，上市公司的报告更加保守，利润质量更低^[4]。李世辉（2016）则认为公司的专业化率、公司规模对企业盈利持续性存在显著正向影响，企业年龄对企业盈利持续性存在显著负向影响，而企业性质并不是判断企业能否持续盈利的关键因素^[37]。伦淑娟（2018）对恒大地产 2013-2016 的财务情况与经营战略结合发现，采用多元化战略对盈利质量存在一定的负面影响，故企业在选择其竞争战略时应当更加谨慎考虑^[44]。同样基于战略角度，胡楠等（2020）研究发现：实施差异化战略的企业持续性较高、盈余波动性较小^[27]。徐鹏（2021）以 2007-2017 年我国上市公司为研究样本，分析了企业社会责任对盈余质量的影响。研究发现非国有企业中企业社会责任对盈余质量影响作用更为显著，企业社会责任信息披露与企业社会责任评级较高的企业的盈利质量较高^[54]。

1.3.3 盈利质量的评价体系

对于盈利质量的评价，学者主要从多维度选取指标进行体系构建，指标选取存在多样性。

（1）盈利质量评价体系的国外研究：

Perotti Pietro 等（2014）表明利润的持续性、成长性以及稳定性等常用评价是影响利润质量的正向指标^[15]。Ralf Ewert 等（2015）从利润的可靠性、持续性、稳定性以及可预测性四个维度衡量利润质量的优劣程度，研究表明利润的可靠性与持续性存在相关关系，利润的稳定性与可预测性也存在一定关联^[17]。EC. Charalambakis 等（2018）选取了杠杆率、留存收益与总资产的比率、流动比率等多个财务指标，对企业的盈利质量进行实证研究^[5]。

（2）盈利质量评价体系的国内研究：

我国学者也以盈利质量特征为基础，构建了不同的盈利质量评价体系。鲁爱民（2012）从利润的收现性、持续性、成长性以及安全性四个维度选取收入现金比率、净利润现金比率、经营现金比率以及营业利润占比等指标进行评价，但并未对该评价指标体系进行检验^[43]。李海燕（2012）以安徽省上市公司为样本，从获利性、持续性以及成长性三个维度选取销售毛利率、经常性收益占利润比、净利润增长率以及营业收入增长率等指标，并使用因子分析法对其利润质量进行评

价^[33]。韩建丽、白建勇（2014）从盈利的真实性、收现性、收现风险性、持续性、成长性等方面设计评价指标，从财务角度引入每股现金股利指标对盈利质量进行评价^[25]。潘可可（2018）从利润的获利性、持续性、收现性以及成长性四个维度，对科大讯飞 2013-2016 年的利润质量进行分析^[47]。许慧（2018）从真实性、现金保障性、成长性、稳定性以及安全性五个方面选取了 11 个指标对 H 企业的利润质量现状进行了分析^[53]。李慧、温素彬、焦然等（2019）采用 DANP 的方法，从盈利水平、收现性、结构性、持续性和稳定性五个维度构建了企业盈利质量综合评价模型^[35]。李慧、高玮等（2020）基于盈利质量金字塔模型对“一带一路”企业盈利质量进行评价^[34]。同样地，张金泉、温素彬等（2023）采纳李慧 2019 年的研究成果，根据五个维度采用极差最大化法对 1427 家制造业上市公司的盈利质量进行评价^[63]。

许多学者基于利润的现金保障视角进行分析，刘敏（2009）认为可以从现金流量角度可以分析公司利润质量的稳定性、利润质量的现金保障程度、利润质量的资产质量和利润质量的持续性，从而分析评价公司的利润质量^[40]。Panagiotis G（2016）基于现金流视角分析上市公司盈利质量，研究发现股票收益与盈利质量呈正相关，是投资者进行决策时参考的重要衡量指标^[13]。刘莉（2020）认为利润转换为现金是衡量盈利质量的标准。净利润与经营现金净流量应当匹配，实现净利润的同时取得丰沛的经营活动现金流才是高质量的盈利^[39]。

越来越多的学者采用实证分析来优化盈利质量评价体系，目前学术界对于盈利质量评价方法的研究主要包括层次分析法、因子分析法、回归分析、灰色关联分析等。贾榕泉（2009）通过借鉴国内外常见的利润质量评价方法，结合利润质量的特点，建立层次分析模型，并选取 386 家深市上市公司 2005-2008 年相关数据进行验证^[29]。蒋红、孔荣、戴薇（2012）运用因子分析法、Logistic 回归模型对影响 IPO 公司利润质量的因素进行实证分析^[30]。宋晓玲、杜美杰等（2016）通过因子分析法和主成分分析法，建立由 11 个财务指标构成的盈利质量评估模型对 1000 家左右且每股收益均为正的公司进行验证^[49]。管亚梅、陆静娇（2017）同样采用因子分析法选取 11 个评价指标，围绕苏锡常地区先进制造业上市公司展开收益质量的综合评价，并利用回归模型验证发现所建立的这一评价体系能较好反映出企业的收益质量^[24]。李慧、高玮等（2020）运用 DANP 技术，并基于

盈利质量金字塔,构建“一带一路”企业的盈利质量综合评价模型,分析发现“一带一路”企业整体的盈利质量还处于较低水平^[34]。

1.3.4 熵权法及灰色关联分析法在盈利质量中的应用

随着研究的不断深入,学者通常将熵权法与其他方法结合进行盈利质量评价,保证评价体系的科学合理性。这些学者中大多采用熵权-TOPSIS法,通过熵权法赋予指标权重,进而采用TOPSIS法进行评估,获取企业盈利质量得分。如李荣锦、雷婷婷(2019)运用熵权-TOPSIS法,从现金保障性、盈利性、持续性、成长性、安全性等5个维度构成评价体系对117家房地产上市公司进行综合分析,发现盈利的持续性和成长性在企业的盈利质量评价中占有的权重较高^[36]。也有学者采用层次分析法与熵权法结合对盈利能力进行评价,如许阳、张恽洵等(2023)利用两种方法的结合,从经营盈利能力、资本盈利能力、资产盈利能力和收益质量4个方面构建企业盈利能力评价体系。研究结果表明,经营净利率、成本费用利润率和净资产收益率是影响企业盈利能力评价的主要因素^[55]。

随着灰色关联理论的不断改进,灰色关联分析法也被广泛应用于盈利质量评价中。如刘攀等(2017)以农业公司为研究对象,引入了每股收益和加权平均净资产收益率指标,从中选取16家上市公司运用灰色关联分析法来综合评价农业企业的盈利能力,得出了与盈利能力关联度较强的6个财务指标^[41]。

有学者将熵权法与灰色关联分析法相结合,焦爱英、王秋云等(2021)用2019年的数据从盈余质量的盈利性、持续性、成长性、安全性等方面构建指标体系,运用熵权法-GRA模型进行横纵向实证分析。研究发现,横向影响房地产企业盈余质量的主要因素为盈利性和持续性;纵向对17家企业盈余质量进行综合排名^[31]。

因此,本文通过整理各位学者评价盈利质量的方法及对熵权法和灰色关联分析法的应用,拟将两种方法相结合对长城汽车盈利质量进行评价。

1.3.5 文献述评

盈利质量研究至今都是国内外学者普遍关注的课题,他们的研究文献在研究内容和研究方法上都能给我们以启示。国外学者的研究成果主要集中在盈利质量

的价值相关性及影响因素等方面，而国内学者对盈利质量问题的研究起步较晚。大量的研究文献丰富了盈利质量研究的内容，为本文进行相关研究提供了很好的素材和基础。回顾盈利质量相关文献，可以发现国内外学者的研究重点主要从盈利质量的概念、特征、影响因素以及盈利质量的评价体系上进行研究：

第一，盈利质量特征方面。现有学者主要从盈利的稳定性、持续性、获现性、收益性以及结构性等方面进行研究。

第二，盈利质量影响因素方面。从现有文献来看，国内外学者对于影响盈利质量的因素大体可以分为内部因素及外部因素两方面，对盈利质量内部因素的研究主要集中于内部控制与公司治理、财务状况、会计政策、企业社会责任、公司战略等，而对于外部因素的研究主要涉及到政府补助及政策扶持、外部监管、资本市场开放程度等方面。

第三，盈利质量评价体系方面。一是现有学者通过研究盈利的特征，选取不同指标来构建盈利质量评价体系；二是部分学者采用因子分析法、熵权法等模型对盈利质量进行评价，随着研究深入，有些学者将两种研究方法相结合，保证评价的科学性。三是学者从具体的研究对象出发，通过构建多元化指标体系评价企业盈利质量。因此本文拟将熵权法及灰色关联分析法相结合来综合评价盈利质量，进而对其提出针对性的建议。

2 概念界定与理论基础

2.1 概念界定

2.1.1 盈利质量

盈利质量最早用途是20世纪30年代发现价值被低估的证券。Lazaridis (2015)指出盈利质量可以揭示出有效的会计信息,决策者根据企业当期的经营成果预估未来的收益能力^[10]。Rajesh Pathak (2020)认为盈利质量披露的信息更具透明度,全面反映了公司内部的经营绩效,让投资者企业发展前景^[16]。

“盈利质量”在我国又称“利润质量”、“盈余质量”。黄维模、薛焕霞等(2012)充分考虑利益相关者的信息需求,提出盈利质量是企业会计利润所表达的企业真实收益的可靠程度^[28]。同样的,张金泉、温素彬、李慧等(2023)从利益相关者视角出发,基于质量管理理论对盈利质量概念重新界定,认为盈利质量是满足利益相关者需求的一组特征,即盈利的五个固有属性满足利益相关者需求的程度^[63]。

不少学者从两个方面来论述利润质量,有的学者根据利润是否伴有现金流来看利润持续发展的能力。金婉珍(2004)认为盈利质量是反映公司在一定时期内获取利润的质量好坏的一种结果,同样将盈利质量分为短期利润质量和长期利润质量,长期质量需要考虑会计政策的稳健程度、配比原则的运用、利润构成、财务状况以及一些特殊费用项目等因素^[32]。而袁康来、邓莎莎(2010)则认为利润质量应包括利润的内在信息质量与利润的外在报告质量两层含义^[61]。但韩建丽、白建勇(2014)认为盈利质量是狭义的盈利质量,不包括通常所说的盈利能力^[25]。

随着社会经济体制不断发展,盈利质量的内涵日益丰富,国内外学者定义盈利质量概念的方向不同,因此在学术界还未形成统一界定。本文将盈利质量定义为:具有获利性、收现性、结构性、稳定性和可持续性、成长性特征的一种财务状况。

2.1.2 熵权法

熵权法根据指标的离散程度来确定已知数据权重，指标的离散程度越大，熵值就越小，权重就越大；反之，熵值就越大，其权重就越小。传统的评价方法中权重的确定具有较大主观性，而熵权法能在一定程度上改进评估指标和权重的不足之处，有效避免了主观因素的干扰，对评价结果的客观性带来了很大改善。其具体步骤如下：

(1) 选取样本企业评价体系相关数据，共涉及到 m 个对象， n 个指标，构建指标数据矩阵如下：

$$X_{ij} = \begin{pmatrix} X_{11} & \cdots & X_{1n} \\ \vdots & \cdots & \vdots \\ X_{m1} & \cdots & X_{mn} \end{pmatrix}$$

(2) 针对原始数据具有不同的量纲和数量级，可用极值法进行规范化处理，达到消除误差的作用：

$$\text{对于正向指标: } X'_{ij} = \frac{X_{ij} - \text{Min}X_{ij}}{\text{Max}X_{ij} - \text{Min}X_{ij}} (i=1,2,\dots,n, j=1,2,\dots,m)$$

$$\text{对于逆向指标: } X'_{ij} = \frac{\text{Max}X_{ij} - X_{ij}}{\text{Max}X_{ij} - \text{Min}X_{ij}} (i=1,2,\dots,n, j=1,2,\dots,m)$$

(3) 计算处理后的数据比重

$$P_{ij} = \frac{X'_{ij}}{\sum_{i=1}^n X'_{ij}}, (i=1,2,\dots,n, j=1,2,\dots,m)$$

(4) 计算第 j 个指标的信息熵

$$e_j = -\frac{1}{\ln n} \sum_{i=1}^n P_{ij} \ln P_{ij}, (i=1,2,\dots,n, j=1,2,\dots,m), \quad 0 \leq e_j \leq 1。$$

(5) 计算第 j 个指标的差异性系数

$$d_j = 1 - e_j, (j=1,2,\dots,m)$$

d_j 越大表示信息量的有效价值就越大。

(6) 计算第 j 个指标的权重

$$w_j = \frac{d_j}{\sum_{j=1}^m d_j}, (j = 1, 2, \dots, m)$$

2.1.3 灰色关联分析法

我国学者邓聚龙教授最先提出灰色系统理论,而对灰色系统理论的延伸得到灰色关联分析法。灰色关联分析法在计算时,通常用关联度表示一个因素对另一个因素影响的大小程度。灰色关联分析法的计算步骤具体如下:

(1) 确定参考序列和比较序列

选取相关数据进行分类,将最具代表性的数据作为参考数据,其他的数据作为比较数据:

$$\text{设定参考序列: } X_0 = \{X_0(k), k = 1, 2, \dots, n\}$$

$$\text{设定比较序列: } X_i = \{X_i(k), k = 1, 2, \dots, n, i = 1, 2, \dots, m\}$$

(2) 无量纲化处理

为使数据不受量纲影响,对所选取的数据进行无量纲化处理,其公式为:

$$X'_i = \frac{X_i}{X_{i1}} \{X'_i(1), X'_i(2), \dots, X'_i(k)\}$$

(3) 求绝对值、最大差和最小差。绝对值计算公式为:

$$\Delta_i = |X'_0(k) - X'_i(k)|, k = 1, 2, \dots, n$$

其中,最大的绝对值即最大差,最小的绝对值即最小差。

(4) 求关联系数,计算公式为:

$$\zeta_i(k) = \frac{\min_i \min_k \Delta_i(k) + \beta \max_i \max_k \Delta_i(k)}{\Delta_i(k) + \beta \max_i \max_k \Delta_i(k)}, 0 < \beta < 1$$

其中, $\min_i \min_k \Delta_i(k)$ 为最小差, $\max_i \max_k \Delta_i(k)$ 为最大差, $\beta \in [0, 1]$ 为分辨系数,一般取 $\beta = 0.5$ 。

(5) 计算关联度,计算公式为:

$$r_i = \frac{1}{n} \sum_{k=1}^n \zeta_i(k)$$

关联度指两个因素之间的关联程度， r 越大，表明两个因素之间的关联程度越强，关系越密切；反之，表明两个因素之间的关联程度较低，关系越不密切。

2.2 理论基础

2.2.1 利益相关者理论

利益相关者理论由弗里曼于 1984 年提出，他认为企业由各利益相关者共同经营。利益相关者是受企业经营活动直接影响的对象，主要有股东、债权人、消费者、供应商及政府部门等。企业目标的实现与利益相关者存在着紧密联系，一个企业若想要获取长期、稳定的发展，就必须考虑利益相关者诉求利益相关者通过对企业盈利质量的评价，进而了解企业实际运营状况，有助于做出正确决策。但不同利益相关者关注焦点不同，因此应基于各利益相关者的视角，全面地分析企业盈利质量，实现企业高质量发展。

2.2.2 核心竞争力理论

核心竞争力理论由普拉哈拉德和哈默尔提出，该理论认为企业的核心竞争力是企业的内部资源，只有合理配置资源才能形成企业的核心竞争力。关于该理论主要有以下观点：第一是整合观，该观点认为内部资源的有机整合可以形成企业竞争力，从而为企业提供利润。第二是知识观，该观点认为企业的核心竞争力得益于企业拥有的专业知识。第三是创新观，该观点认为企业的核心竞争力来源于企业的创新程度，创新程度越高越容易获得竞争优势，为企业创造更多的价值。

2.2.3 可持续发展理论

1987 年，世界环境与发展委员会将可持续发展定义为：“既能满足当代人的需要，又不对后代人满足其需要的能力构成危害的发展。”在这一理论中，经济实现增长是必要条件，但经济发展不仅要注重盈利数量，充足的现金流和合理的利润源，较好现转化金的能力，以及稳定、持续盈利的能力，需要实现质量的提升。可持续发展理论与利益相关者理论相互联系，可以帮助企业实现资源合理配置，提升企业盈利质量，从而获得长远稳定发展的能力。

3 长城汽车案例介绍

3.1 行业发展背景

企业通过分析所处的外部环境，寻求机会，规避威胁。本文使用 PEST 分析方法，对新能源汽车行业宏观背景分析。

（一）政治和法律因素

目前，我国新能源汽车行业正处于转型发展的重要时期，政府逐渐认识到新能源汽车在环保和能源转型中的重要作用。为了鼓励新能源汽车的发展，各国政府纷纷出台了一系列的扶持政策和发展规划，进一步加强新能源汽车政策供给，但近年来政府补贴退坡，新能源汽车行业收到一定冲击。

（二）经济因素

近年来我国 GDP 不断增长，人均可支配收入提高，且汽车金融的出现让低收入群体有能力购买新能源汽车。新能源汽车市场不断扩大成熟，竞争也日益加剧。新能源汽车销量不断增长，在经济效益上的优势越来越明显，进一步推动了新能源汽车的市场需求。

（三）社会和文化因素

随着“双碳”目标的提出，消费者十分认同新能源理念，人们对环保的关注度日益剧增，许多地区将公共交通设施电动化。新能源汽车品牌也将“年轻化”作为一种核心战略，开始逐步向二三线城市下沉，新能源汽车的市场需求也在快速增长。

（四）技术因素

近年来，我国在电动汽车技术研发上加大投入力度，但相比发达国家，我国核心技术方面还存在动力电池价格较高、电池续航问题。国家在新能源汽车产业发展规划中提出我国将加大研发投入，攻关整车集成技术，建设技术共享平台，提高安全技术水平。

3.2 长城汽车基本情况

3.2.1 长城汽车简介

长城汽车股份有限公司成立于 1984 年，是一家集体所有制企业。目前已经是最大的 SUV 和皮卡制造企业及较大的跨国企业，拥有 6 个整车生产基地 (皮卡、SUV、轿车)，拥有哈弗、魏牌、欧拉、坦克及长城皮卡五大品牌，确立混动、纯电、氢能三轨并行发展，在智能驾驶、智能座舱等方面进行全产业链布局，长城汽车于 2003 年 12 月 15 日及 2011 年 9 月 28 日分别在香港和 A 股上市。

3.2.2 长城汽车财务现状

(1) 资产负债规模

表 3.1 反映长城汽车资产和负债状况。从总体来看，长城汽车资产规模不断扩大，其中 2017-2019 年间变动幅度较小，资产规模由 2015 年的 719.11 亿元到 2022 年 1853.57 亿元，而负债规模在 2015-2017 年间扩大，2018-2019 年出现下降趋势，2020 年再度上升，到 2022 年达到负债最大规模 1201 亿元。

从其资产负债的结构来看，长城汽车流动资产占比呈现下降趋势，变化幅度较小，在 2022 年达到最小值 58.09%，2019 年起至 2020 年非流动资产占比下降，2021 年-2022 年则呈上升趋势，说明近年来长城汽车资产流动性下降。流动负债规模大于非流动负债规模，流动负债比率在 2015-2018 年呈逐年下降趋势，2019 年小幅提升后再度下降，2021 年出现小幅上升与 2022 年下降到最低值 79.74%。

表 3.1 长城汽车 2015 年-2022 年资产负债状况

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
资产 (亿)	719.11	923.09	1,105.5	1,118	1,130.96	1,540.1	1,754.1	1,853.57
负债 (亿)	335.24	449.56	612.89	591.12	586.97	966.7	1,132.8	1,201.41
流动资产比率	56.17%	56.86%	62.68%	59.15%	60.57%	64.54%	61.78%	58.09%
非流动资产比率	43.83%	43.14%	37.32%	40.85%	39.43%	35.46%	38.22%	41.91%
流动负债比率	94.82%	96.21%	96.07%	92.40%	93.02%	83.96%	84.39%	79.74%
非流动负债比率	5.18%	3.79%	3.93%	7.60%	6.98%	16.04%	15.61%	20.26%

资料来源：国泰安数据库

通过表 3.2 对长城汽车应收账款进行分析，发现应收账款净额在逐年上升，应收账款占比总体呈波动式变化，整体来看较为平稳，但在 2020 年-2022 年间应收账款占比在不断提升，且在 2018 年应收账款周转率出现大幅下降，2021 年略有回升，2022 年仅为 22.83%。说明长城汽车资金回笼慢，资金使用效率低。

表 3.2 长城汽车 2015 年-2022 年应收账款状况

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
应收账款(亿元)	6.76	5.18	8.73	33.43	31.93	39.36	54.22	66.11
应收账款占比	0.94%	0.56%	0.79%	2.99%	2.82%	2.56%	3.09%	3.57%
应收账款周转率	108.04	164.91	144.44	46.39	29.10	28.98	29.15	22.83

资料来源：国泰安数据库

通过表 3.3 对长城汽车 2015-2022 年存货基本情况进行分析，存货净额在 2015 年-2018 年不断波动，自 2019 年起存货规模逐年提高，2021 年增幅最大，同比增长 86.26%，2022 年同比增长 60.21%，且达到最大值 223.75 亿，占资产总额比重也在 2021 及 2022 年不断提高，且屡次突破近八年来新高。存货周转率在 2015-2017 年间呈下降趋势，但变动较小，2018 年上升到最大 16.26 后逐年下降，到 2022 年达到最低值 6.09，说明长城汽车对存货的管理水平低，其转换为资金的速度较慢，运营效率低，企业获利能力低。

表 3.3 长城汽车 2015 年-2022 年存货状况

项目名称	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
存货净额(亿元)	41.2	60.61	55.75	44.45	62.37	74.98	139.66	223.75
存货占比	5.73%	6.57%	5.04%	3.98%	5.51%	4.87%	7.96%	12.07%
存货周转率	14.98	14.61	14.09	16.26	14.92	12.45	10.66	6.09

资料来源：国泰安数据库

(2) 经营成果分析

①收入情况

通过分析表 3.4 中的主营业务收入及其他业务收入占比可以得出近年来，长

城汽车主营构成中，长城汽车主营业务收入占比较大，有一定幅度的下降。在 2015 年-2017 年不断增长，2018 年-2019 年呈下降趋势，但是其主营业务收入自 2020 年起在逐步上升，得益于购置税减半政策及新能源汽车行业的快速发展，长城汽车生产量、销售量在不断上升，2022 年乘用车生产量达 2,383.6 万辆和 2,356.3 万辆，同比分别增长 11.2%和 9.5%，高于行业均超过 7 个百分点。

表 3.4 长城汽车 2015 年-2022 年分业务收入表

		2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
收入	金额 (亿)	759.6	984.4	1004.9	978	951.1	1,033.1	1,364.1	1,373.4
主营业务	金额 (亿)	757.77	982.57	998.76	967.61	937.81	1,014.5	1,334.4	1,347.2
	占比	99.77%	99.81%	99.39%	98.94%	98.60%	98.20%	97.83%	98.09%
其他业务	金额 (亿)	177.8	187.07	615.28	10.38	13.27	18.57	29.66	26.17
	占比	0.23%	0.19%	0.61%	1.06%	1.40%	1.80%	2.17%	1.91%

资料来源：长城汽车年报及国泰安数据库

②成本费用

根据表 3.5 和图 3.1 可知长城汽车成本费用构成。营业总成本呈波动式变化，在 2015-2017 年逐年上升，2018 年起开始下降，且降幅不大，2020 年再度上升，到 2021 年达到最大 1318.78 亿元。而出现这一变化的原因主要是销量增加带来的营业成本的上升。根据图 3.2 可知，营业成本主要是主营业务销售汽车带来的。

根据图 3.1 可知 2019 年起，税金及附加、销售费用、管理费用及研发费用变动趋势几乎一致，均呈现逐年上升的趋势，尤其在 2021 年较为明显。其中销售费用增长主要是广告支出及咨询服务费增长导致的；管理费用同比增长 58.39%，是股权激励费用增加及管理人员数量增加导致的；研发费用变动幅度较为明显，研发投入同比增长 76.1%，主要是长城汽车加大对智能化、电动化及新车型项目的研发投入引起。财务费用在 2015-2020 年间较为稳定，在 2021 年出现明显下降，降幅达 212.93%，在 2022 年达到最低值-24.88 亿元，根据报表可知均由于汇兑收益增加导致。

表 3.5 长城汽车 2015 年-2022 年成本费用表

指标 (亿)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
营业成本	568.64	743.6	819.67	814.81	796.84	855.31	1,143.67	1,107.39
税金及附加	28.86	38.33	39.06	36.27	31.69	31.92	42.34	51.21
销售费用	28.42	31.75	44.06	45.75	38.97	41.03	51.92	58.76
管理费用	40.31	45.75	49.63	16.76	19.55	25.53	40.43	48.93
研发费用	33.65	31.80	27.61	17.43	27.16	30.67	44.9	64.45
财务费用	1.39	-0.04	1.39	-4.94	-3.51	3.97	-4.48	-24.88
营业总成本	668.44	863.52	956.98	933.11	914.09	988.43	1,318.78	1,305.87

资料来源：长城汽车年报及国泰安数据库

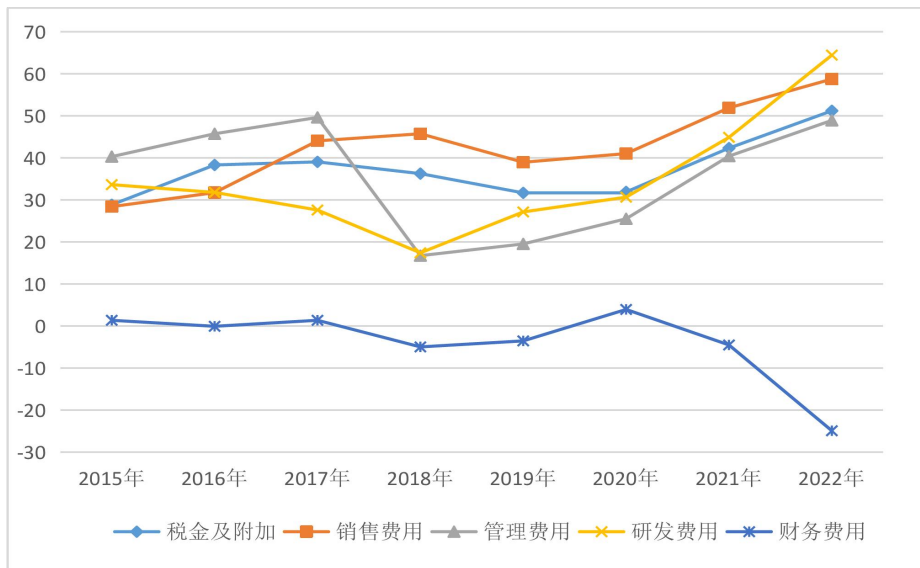


图 3.1 长城汽车 2015-2022 年费用变动图

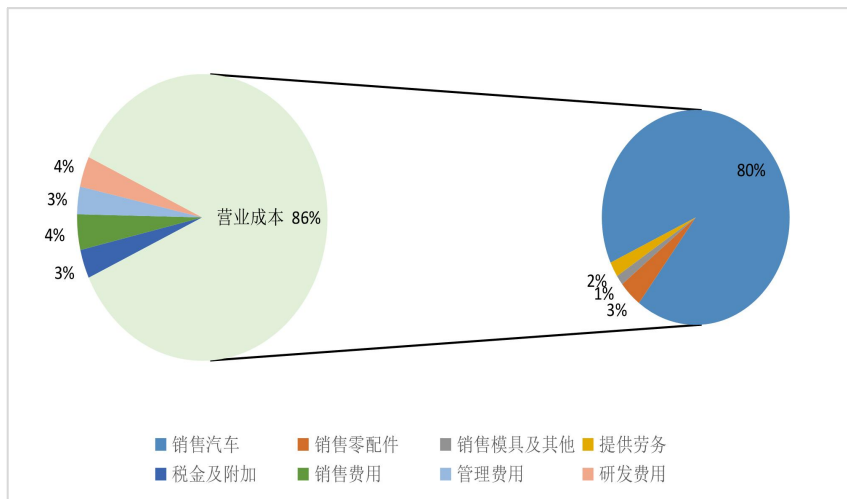


图 3.2 长城汽车 2021 年营业成本结构图

(3) 现金流分析

如表 3.6 是长城汽车 2015-2022 年现金流情况。可以看出经营活动现金流量净额在 2017 年-2018 年及 2020-2021 年出现较大起伏。2021 年长城汽车销售商品提供劳务产生现金同比增长 44.91%及收到税费返还同比增长 175.6%，且购买商品支付的现金同比减少。投资活动现金流净额一直为负，2017 年最大，2018 年最小，在这两年间的变化趋势同经营活动现金净流一致，2020 年起变动较小。说明长城汽车投资活动投入大于回报。筹资活动现金流净额不断波动，在 2017-2018 年及 2020-2021 年波动较大。根据报表可知，长城汽车在 2020 年达到最高值 113.68 亿元，主要由于 2020 年取得借款同比增长 317.21%，而在 2021 年达到最低值-96.32 亿元，同比下降 184.73%，是由于 2021 年分红同比增长 131.57%及偿还借款同比增长 18.86%所致。

表 3.6 长城汽车 2015 年-2022 年现金流情况表

指标 (亿元)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
经营活动现金流量净额	100.34	88.35	-10.77	196.98	139.72	51.81	353.16	123.11
投资活动现金流量净额	-65.17	-83.67	-30.56	-100.4	-158.02	-115.88	-111.75	-105.05
筹资活动现金流量净额	-41.12	-11.16	60.89	-65.01	39.44	113.68	-96.32	-31.33

资料来源：长城汽车年报

3.3 长城汽车盈利模式要素分析

3.3.1 利润对象

利润对象是指企业产品或技术的消费群体，即企业向哪些用户提供价值。由于各企业产品结构不同，其利润对象也有所不同。

长城汽车的主要利润对象为私人客户。其不同品类面对的客户群体也不同。如欧拉“猫系家族”主要对象是城市年轻人。同时数字化在影响消费者购买意愿的同时，也提供了全新的线上消费渠道。长城汽车充分利用互联网直播、明星经济，打通线上、线下渠道，吸引众多网上消费者。长城汽车曾邀罗永浩和李诞为哈弗 H6 和 F7 进行直播带货，李维嘉、吴昕通过“双十一”直播活动更为长城汽车带来了万台订单。长城汽车多个线上直播玩法，收获了大量互联网群体成为其利润对象。

3.3.2 利润点

企业提供的产品和服务即利润点。长城汽车的利润点主要集中在汽车的销售上。从业务来分包括整车销售及零部件销售。从产品来说，长城汽车产品分为乘用车和商用车，主要以乘用车为主。乘用车以 SUV、长城皮卡及轿车为主。而委托加工、销售及相关的售后咨询服务、摩托车的制造销售、新能源汽车充电桩的销售售后服务等也构成了长城汽车的利润点。

3.3.3 利润来源

利润源指的是企业收入组成部分，可按照不同的划分标准划分，以更好的应对风险。长城汽车的利润源按照业务分为整车、零部件、模具、劳务及其他；按照不同的产品受众可划分为 SUV、轿车、皮卡三类；按照品牌可以划分为哈弗、魏牌、欧拉、长城皮卡和坦克；按照动力源可以划分为传统动力车型和新能源车型；按照不同地域受众则可以划分为国内和国外两类。长城汽车 2015 年-2022 年按业务和地区获得的收入及产品销量分别见表 3.7、3.8 及 3.9。

表 3.7 长城汽车 2015 年-2022 年分业务收入表 单位：亿元

	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
销售整车	728.6	944.65	959.86	915.97	862.51	923.86	1,213.07	1,218.91
销售零配件	23.01	28.87	31.79	37.46	42.93	51.41	68.72	80.08
模具及其他	4.69	64	4.78	4.61	6.52	12.32	21.97	22.58
提供劳务	1.47	2.61	2.33	9.57	25.84	26.91	30.61	25.65

资料来源：长城汽车年报

表 3.8 长城汽车 2015 年-2022 年分地区收入表 单位：亿元

	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
国内	743.2	971.6	97,3.6	934.7	882.8	94,7.9	1,175.2	1,083.7
国外	14.6	11	25.1	33	55.0	66.6	159.2	263.6

资料来源：长城汽车年报

表 3.9 长城汽车 2015 年-2022 年分产品销量表 单位：万辆

	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
皮卡	10.07	10.41	12.51	14.62	16.49	22.87	23.71	19.65
SUV	69.33	93.3	92.38	88.41	85.23	82.90	90.72	76.27
轿车	5.18	3.21	1.21	1.34	4.15	5.82	13.67	10.26
合计	84.59	106.92	106.1	104.37	105.86	111.59	128.1	106.17

资料来源：长城汽车年报

3.3.4 利润杠杆

利润杠杆是指企业采取的一系列与企业生产经营相关的活动，通过该种活动企业可以获得核心竞争力，占据市场份额。长城汽车凭借其构建的一整套贯穿整车到核心零部件的森林生态体系，正持续赋能长城汽车向上发展。面对行业新浪潮，长城汽车正以全球化为翼拓宽市场渠道，以森林生态体系为基准，笃定智能新能源发展，深化全球市场竞争力，努力实现自身发展。

3.3.5 利润屏障

利润屏障是企业为防止竞争者掠夺本企业利润,保持自身的竞争力及优势竞争地位而采取的一系列关键防范措施,体现在其吸引和留住客户的核心,可以通过技术创新、产品营销等稳固利润屏障。

长城汽车的研发能力构成了其利润屏障。长城汽车针对氢燃料电池,自主研发的“氢动力系统”,是国际领先的车规级全场景解决方案,实现了“电堆及核心组件、燃料电池发动机及组件、四型储氢瓶、高压储氢阀门、氢安全评估、液氢工艺”等六大核心技术完全自主化,核心零部件 100%国产化。

4 熵权—灰色关联法下长城汽车盈利质量评价体系构建

4.1 引入熵权—灰色关联分析法的必要性

在盈利质量指标评价过程中,评价指标权重分配在很大程度上决定了评价结果的客观与否。主观赋权法在确定权重时往往具有较强的个人意愿和主观性,而客观赋权法是通过数据统计处理确定权重,具有一定的客观性。因此本文选择将主观与客观方法相结合更全面的衡量评价企业的盈利质量。

熵权法是一种常用的多属性决策方法,可以通过计算长城汽车各个盈利质量指标的熵值和权重,准确评估各指标对结果的贡献程度。运用灰色关联分析法建立模型,分析因素之间的关联程度,找到对决策结果影响最大的因素,及时调整决策策略,应对不确定性和变化。引入熵权法和灰色关联分析法可以帮助长城汽车识别、评估和优化各个资源因素的贡献度,从而更合理地配置资源,提高资源利用效率,并使决策过程更加科学。

4.2 长城汽车盈利质量评价指标选取

4.2.1 选取原则

本文在指标选取上采用三个原则。一是全面性原则,本文拟在五个维度建立评价指标体系,因此选择指标尽量全面,为后续的指标筛选提供依据。二是实用性原则,在选用指标时,充分考虑当下会计准则和现行的会计指标,同时也要考虑所选指标是否有用且易于计算。三是可操作性原则,在考虑可操作性原则时需要在系统设计时兼顾算法和指标统一,保证指标的可比性,同时保证设计的指标便于获得。

4.2.2 选取结果

选取的指标不同,评价的结果也不同,因此在用熵权法及灰色关联分析法来评价盈利质量时,选取的指标应尽可能保证全面和合理,为了保证计算结果准确

性, 本文参考其他学者有关盈利质量特征的文献, 结合国内汽车行业盈利质量评价体系及长城汽车自身经营特点, 选取了适合长城汽车盈利质量的评价指标, 其中包括五类个维度, 分别是盈利的获利性、收现性、结构性、稳定性、持续及成长性, 并在此基础上, 构建可量化的二级指标, 得出包含 20 个具体指标的盈利质量评价体系, 指标体系的具体内容如表 4.1 所示。

表 4.1 长城汽车盈利质量评价体系

维度	指标	指标含义	指标属性
获利性	毛利率	毛利/营业收入*100%	正向
	总资产收益率	净利润/平均资产总额*100%	正向
	净资产收益率	净利润/平均净资产*100%	正向
	销售净利率	净利润/营业收入*100%	正向
	成本费用利润率	利润总额/成本费用总额*100%	正向
收现性	总资产现金回收率	经营活动现金净流量/平均资产总额	正向
	营业收入现金含量	经营活动现金流量净额/营业收入	正向
	营业利润获现率	经营活动现金净流量/营业利润	正向
	核心利润获现率	经营活动现金净流量/核心利润	正向
	盈余现金保障倍数	经营活动现金净流量/净利润	正向
结构性	核心利润贡献率	核心利润/利润总额*100%	正向
	非经常性损益比例	非经常性损益/利润总额*100%	逆向
	扣非加权平均净资产收益率	扣除非经常性损益后的净利润/加权平均净资产*100%	正向
稳定性	资产负债率	负债总额/资产总额*100%	逆向
	流动比率	流动资产/资产总额*100%	正向
	经营杠杆	息税前利润变动率/营业收入变动率*100%	逆向
	财务杠杆	每股收益变动率/息税前利润变动率*100%	逆向
持续性及成长性	营业收入增长率	(本期营业收入-上期营业收入)/上期营业收入*100%	正向
	可持续增长率	销售净利率×总资产周转率×权益乘数×留存收益率*100%	正向
	净利润增长率	(本期净利润-上期净利润)/上期净利润*100%	正向

4.3 长城汽车盈利质量评价模型计算

4.3.1 数据来源及处理

(1) 数据来源

本文以长城汽车作为具体案例进行研究，以长城汽车 2015-2022 年的数据作为研究样本，通过企业官网、国泰安数据库等相关途径收集整理有关信息，为本文后续分析提供充分的数据支撑。此外，本文对数据的处理选用 EXCEL 软件，降低人为处理数据的误差，获得较为客观的结果。通过该软件完成用熵权法及灰色关联分析法对盈利质量评价模型的构建。

(2) 指标数据的处理

基于长城汽车 2015-2022 年的年度报告，整理计算出长城汽车 2015-2022 年盈利质量评价的各个指标具体数值，具体情况如表 4.2 所示。

表 4.2 长城汽车 2015-2022 年盈利质量评价指标值

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
毛利率	0.2513	0.2458	0.1890	0.1750	0.1683	0.1721	0.1616	0.1937
总资产收益率	0.1210	0.1285	0.0497	0.0472	0.0403	0.0402	0.0408	0.0458
净资产收益率	0.2242	0.2462	0.1044	0.1029	0.0846	0.0960	0.1126	0.1296
销售净利率	0.1061	0.1072	0.0502	0.0537	0.0476	0.0519	0.0493	0.0601
成本费用利润率	0.1451	0.1453	0.0653	0.0699	0.0560	0.0630	0.0567	0.0674
总资产现金回收率	0.1395	0.0957	-0.0097	0.1762	0.1235	0.0336	0.2013	0.0664
营业收入现金含量	0.1321	0.0898	-0.0107	0.2014	0.1469	0.0502	0.2589	0.0896
营业利润获现率	1.0865	0.7206	-0.1839	3.1607	2.9250	0.9008	5.5451	1.5453
核心利润获现率	1.0915	0.7066	-0.2107	3.7950	3.4605	1.1606	7.8019	1.8231
盈余现金保障倍数	1.2448	0.8372	-0.2135	3.7537	3.0839	0.9662	5.2514	1.4918
核心利润贡献率	0.9488	1.0017	0.8200	0.8014	0.7916	0.7169	0.6050	0.7668
非经常性损益比例	0.0420	0.0158	0.1170	0.2036	0.1000	0.2451	0.3373	0.4303
扣非加权平均净资产收益率	0.2134	0.2427	0.0896	0.0767	0.0749	0.0685	0.0702	0.0686
资产负债率	0.4662	0.4870	0.5544	0.5287	0.5190	0.6277	0.6458	0.6482
流动比率	1.2707	1.2136	1.1768	1.2107	1.2546	1.2246	1.1336	1.1240

续表 4.2 长城汽车 2015-2022 年盈利质量评价指标值

财务杠杆	0.7175	0.9401	1.0637	0.9312	0.9238	1.0222	0.9997	1.0144
经营杠杆	1.9751	1.7618	1.7173	1.9650	1.6488	1.5022	1.2053	1.2016
营业收入增长率	0.2135	0.2961	0.0208	-0.0268	-0.0275	0.0862	0.3204	0.0069
可持续增长率	0.1178	0.1840	0.0763	0.0519	0.0431	0.1032	0.0562	0.0944
净利润增长率	0.0024	0.3094	-0.5221	0.0405	-0.1366	0.1836	0.2541	0.2272

资料来源：企业年报及国泰安数据库。

4.3.2 确定指标权重

(1) 无量纲化处理

根据公式，运用 Excel 软件分别对长城汽车的盈利指标进行无量纲化处理，处理结果如表 4.3 所示。

表 4.3 长城汽车 2015-2022 年盈利质量评价指标无量纲化处理值

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
毛利率	1.0000	0.9383	0.3056	0.1497	0.0751	0.1171	0.0000	0.3578
总资产收益率	0.9145	1.0000	0.1083	0.0798	0.0016	0.0000	0.0077	0.0634
净资产收益率	0.8639	1.0000	0.1225	0.1135	0.0000	0.0703	0.1731	0.2785
销售净利率	0.9817	1.0000	0.0428	0.1010	0.0000	0.0717	0.0279	0.2090
成本费用利润率	0.9985	1.0000	0.1047	0.1561	0.0000	0.0784	0.0082	0.1281
总资产现金回收率	0.7072	0.4996	0.0000	0.8809	0.6315	0.2055	1.0000	0.3608
营业收入现金含量	0.5297	0.3726	0.0000	0.7868	0.5846	0.2258	1.0000	0.3722
营业利润获现率	0.2217	0.1579	0.0000	0.5838	0.5427	0.1893	1.0000	0.3018
核心利润获现率	0.1625	0.1145	0.0000	0.4999	0.4582	0.1711	1.0000	0.2538
盈余现金保障倍数	0.2668	0.1923	0.0000	0.7259	0.6034	0.2159	1.0000	0.3120
核心利润贡献率	0.8667	1.0000	0.5420	0.4950	0.4704	0.2821	0.0000	0.4079
非经常性损益比例	0.9367	1.0000	0.7560	0.5470	0.7969	0.4469	0.2245	0.0000
扣非加权平均 净资产收益率	0.8318	1.0000	0.1211	0.0471	0.0367	0.0000	0.0098	0.0006
资产负债率	1.0000	0.8856	0.5152	0.6563	0.7098	0.1126	0.0129	0.0000
流动比率	1.0000	0.6108	0.3602	0.5911	0.8906	0.6862	0.0653	0.0000
财务杠杆	1.0000	0.3572	0.0000	0.3829	0.4043	0.1199	0.1850	0.1426

续表 4.3 长城汽车 2015-2022 年盈利质量评价指标无量纲化处理值

经营杠杆	0.0000	0.2758	0.3332	0.0130	0.4217	0.6113	0.9952	1.0000
营业收入增长率	0.6928	0.9302	0.1389	0.0021	0.0000	0.3269	1.0000	0.0988
可持续增长率	0.5298	1.0000	0.2354	0.0625	0.0000	0.4262	0.0931	0.3637
净利润增长率	0.6308	1.0000	0.0000	0.6766	0.4636	0.8487	0.9335	0.9012

资料来源：计算整理所得。

由熵值法的步骤可知,要使数据有意义,需对无量纲化处理值进行整体平移, α 的取值应尽可能较小,本文取 $\alpha=0.0001$ 。处理后的数值如表 4.4 所示。

表 4.4 长城汽车 2015-2022 年盈利质量评价指标无量纲化平移处理值

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
毛利率	1.0001	0.9384	0.3057	0.1498	0.0752	0.1172	0.0001	0.3579
总资产收益率	0.9146	1.0001	0.1084	0.0799	0.0017	0.0001	0.0078	0.0635
净资产收益率	0.8640	1.0001	0.1226	0.1136	0.0001	0.0704	0.1732	0.2786
销售净利率	0.9818	1.0001	0.0429	0.1011	0.0001	0.0718	0.0280	0.2091
成本费用利润率	0.9986	1.0001	0.1048	0.1562	0.0001	0.0785	0.0083	0.1282
总资产现金回收率	0.7073	0.4997	0.0001	0.8810	0.6316	0.2056	1.0001	0.3609
营业收入现金含量	0.5298	0.3727	0.0001	0.7869	0.5847	0.2259	1.0001	0.3723
营业利润获现率	0.2218	0.1580	0.0001	0.5839	0.5428	0.1894	1.0001	0.3019
核心利润获现率	0.1626	0.1146	0.0001	0.5000	0.4583	0.1712	1.0001	0.2539
盈余现金保障倍数	0.2669	0.1924	0.0001	0.7260	0.6035	0.2160	1.0001	0.3121
核心利润贡献率	0.8668	1.0001	0.5421	0.4951	0.4705	0.2822	0.0001	0.4080
非经常性损益比例	0.9368	1.0001	0.7561	0.5471	0.7970	0.4470	0.2246	0.0001
扣非加权平均净资产收益率	0.8319	1.0001	0.1212	0.0472	0.0368	0.0001	0.0099	0.0007
资产负债率	1.0001	0.8857	0.5153	0.6564	0.7099	0.1127	0.0130	0.0001
流动比率	1.0001	0.6109	0.3603	0.5912	0.8907	0.6863	0.0654	0.0001
财务杠杆	1.0001	0.3573	0.0001	0.3830	0.4044	0.1200	0.1851	0.1427
经营杠杆	0.0001	0.2759	0.3333	0.0131	0.4218	0.6114	0.9953	1.0001
营业收入增长率	0.6929	0.9303	0.1390	0.0022	0.0001	0.3270	1.0001	0.0989
可持续增长率	0.5299	1.0001	0.2355	0.0626	0.0001	0.4263	0.0932	0.3638
净利润增长率	0.6309	1.0001	0.0001	0.6767	0.4637	0.8488	0.9336	0.9013

资料来源：计算整理所得。

(2) 计算比重

根据公式，结合表 4.4 的数据计算长城汽车盈利指标比重，如表 4.5 所示。

表 4.5 长城汽车 2015-2022 年盈利质量评价指标比重

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
毛利率	0.3397	0.3187	0.1038	0.0509	0.0255	0.0398	0.0000	0.1216
总资产收益率	0.4203	0.4596	0.0498	0.0367	0.0008	0.0000	0.0036	0.0292
净资产收益率	0.3294	0.3813	0.0467	0.0433	0.0000	0.0269	0.0660	0.1062
销售净利率	0.4032	0.4107	0.0176	0.0415	0.0000	0.0295	0.0115	0.0859
成本费用利润率	0.4035	0.4041	0.0423	0.0631	0.0000	0.0317	0.0033	0.0518
总资产现金回收率	0.1650	0.1166	0.0000	0.2055	0.1473	0.0480	0.2333	0.0842
营业收入现金含量	0.1368	0.0962	0.0000	0.2032	0.1510	0.0583	0.2583	0.0961
营业利润获现率	0.0740	0.0527	0.0000	0.1948	0.1810	0.0632	0.3336	0.1007
核心利润获现率	0.0611	0.0431	0.0000	0.1879	0.1722	0.0644	0.3759	0.0954
盈余现金保障倍数	0.0805	0.0580	0.0000	0.2189	0.1819	0.0651	0.3015	0.0941
核心利润贡献率	0.2132	0.2460	0.1334	0.1218	0.1158	0.0694	0.0000	0.1004
非经常性损益比例	0.1990	0.2124	0.1606	0.1162	0.1693	0.0949	0.0477	0.0000
扣非加权平均 净资产收益率	0.4062	0.4884	0.0592	0.0230	0.0180	0.0000	0.0048	0.0003
资产负债率	0.2569	0.2275	0.1323	0.1686	0.1823	0.0289	0.0034	0.0000
流动比率	0.2378	0.1453	0.0857	0.1406	0.2118	0.1632	0.0155	0.0000
财务杠杆	0.3857	0.1378	0.0000	0.1477	0.1560	0.0463	0.0714	0.0550
经营杠杆	0.0000	0.0756	0.0913	0.0036	0.1155	0.1675	0.2726	0.2739
营业收入增长率	0.2172	0.2916	0.0436	0.0007	0.0000	0.1025	0.3135	0.0310
可持续增长率	0.1954	0.3688	0.0869	0.0231	0.0000	0.1572	0.0344	0.1342
净利润增长率	0.1157	0.1833	0.0000	0.1241	0.0850	0.1556	0.1711	0.1652

资料来源：计算整理所得。

(3) 计算熵值、差异系数及指标权重

根据表 4.5 得到的长城汽车 2015-2022 年盈利质量评价指标比重，结合公式计算指标的熵值、差异系数并确定指标的权重，如下表 4.6 所示。

表 4.6 长城汽车 2015-2022 年盈利质量评价指标赋权计算结果

维度	指标	熵值	差异系数	权重
获利性	毛利率	0.7677	0.2323	5.36%
	总资产收益率	0.5393	0.4607	10.63%
	净资产收益率	0.7347	0.2653	6.12%
	销售净利率	0.6259	0.3741	8.63%
	成本费用利润率	0.6361	0.3639	8.40%
收现性	总资产现金回收率	0.8892	0.1108	2.56%
	营业收入现金含量	0.8885	0.1115	2.57%
	营业利润获现率	0.8406	0.1594	3.68%
	核心利润获现率	0.8138	0.1862	4.30%
	盈余现金保障倍数	0.8524	0.1476	3.41%
结构性	核心利润贡献率	0.8971	0.1029	2.37%
	非经常性损益比例	0.8962	0.1038	2.39%
	扣非加权平均净资产收益率	0.5152	0.4848	11.19%
稳定性	资产负债率	0.8108	0.1892	4.37%
	流动比率	0.8646	0.1354	3.13%
	财务杠杆	0.8192	0.1808	4.17%
	经营杠杆	0.8136	0.1864	4.30%
持续及成长性	营业收入增长率	0.7395	0.2605	6.01%
	可持续增长率	0.7996	0.2004	4.62%
	净利润增长率	0.9225	0.0775	1.79%

资料来源：计算整理所得。

在熵权法中，熵值越大，相对应的熵权就越小，说明指标的重要性就低；反之，熵值越小，熵权就越大，指标就越重要。根据表 4.5 及 4.6 计算结果，可以从以下两方面进行具体分析。一方面，对各维度进行分析。其中熵权较大的几个维度分别是盈利的获利性、收现性、稳定性及结构性，这也说明这三类指标对汽车行业的盈利质量有重要影响。另一方面，对评价指标进行分析。根据单个指标权重系数来看，扣非加权平均净资产收益率、总资产收益率、销售净利率、成本费用利润率、净资产收益率、营业收入增长率所占的权重都比较大。另外，非经常性损益率熵权较小，但由于其为逆向指标，指标权重越低，则意味着企业大部

分的收益都是由经常性活动产生的,这时候企业的整体收益就比较好,反之则表明企业的收益稳定性及质量相对较差。

4.3.3 计算关联系数

(1) 确定参考序列和比较序列

长城汽车盈利质量评价体系比较序列为原始数据 X_1, X_2, \dots, X_8 ; 参考序列 X_0 选择正向指标的最大值, 负向指标的最小值, 具体见表 4.7。

表 4.7 长城汽车盈利质量评价指标序列

	X0(K)	X1(K)	X2(K)	X3(K)	X4(K)	X5(K)	X6(K)	X7(K)	X8(K)
毛利率	0.2513	0.2513	0.2458	0.1890	0.1750	0.1683	0.1721	0.1616	0.1937
总资产收益率	0.1285	0.1210	0.1285	0.0497	0.0472	0.0403	0.0402	0.0408	0.0458
净资产收益率	0.2462	0.2242	0.2462	0.1044	0.1029	0.0846	0.0960	0.1126	0.1296
销售净利率	0.1072	0.1061	0.1072	0.0502	0.0537	0.0476	0.0519	0.0493	0.0601
成本费用利润率	0.1453	0.1451	0.1453	0.0653	0.0699	0.0560	0.0630	0.0567	0.0674
总资产现金回收率	0.2013	0.1395	0.0957	-0.0097	0.1762	0.1235	0.0336	0.2013	0.0664
营业收入现金含量	0.2589	0.1321	0.0898	-0.0107	0.2014	0.1469	0.0502	0.2589	0.0896
营业利润获现率	5.5451	1.0865	0.7206	-0.1839	3.1607	2.9250	0.9008	5.5451	1.5453
核心利润获现率	7.8019	1.0915	0.7066	-0.2107	3.7950	3.4605	1.1606	7.8019	1.8231
盈余现金保障倍数	5.2514	1.2448	0.8372	-0.2135	3.7537	3.0839	0.9662	5.2514	1.4918
核心利润贡献率	1.0017	0.9488	1.0017	0.8200	0.8014	0.7916	0.7169	0.6050	0.7668
非经常性损益比例	0.0158	0.0420	0.0158	0.1170	0.2036	0.1000	0.2451	0.3373	0.4303
扣非加权平均净资产收益率	0.2427	0.2134	0.2427	0.0896	0.0767	0.0749	0.0685	0.0702	0.0686
资产负债率	0.4662	0.4662	0.4870	0.5544	0.5287	0.5190	0.6277	0.6458	0.6482
流动比率	1.2707	1.2707	1.2136	1.1768	1.2107	1.2546	1.2246	1.1336	1.1240
财务杠杆	0.7175	0.7175	0.9401	1.0637	0.9312	0.9238	1.0222	0.9997	1.0144
经营杠杆	1.2016	1.9751	1.7618	1.7173	1.9650	1.6488	1.5022	1.2053	1.2016
营业收入增长率	0.3204	0.2135	0.2961	0.0208	-0.0268	-0.0275	0.0862	0.3204	0.0069
可持续增长率	0.1840	0.1178	0.1840	0.0763	0.0519	0.0431	0.1032	0.0562	0.0944
净利润增长率	0.3094	0.0024	0.3094	-0.5221	0.0405	-0.1366	0.1836	0.2541	0.2272

资料来源: 计算整理所得.

(2) 无量纲化处理

本文采用初值化对比较序列和参考序列进行处理：运用 Excel 软件得到的处理结果如下表 4.8 所示。

表 4.8 长城汽车盈利质量评价指标序列无量纲化处理值

	X0(K)	X1(K)	X2(K)	X3(K)	X4(K)	X5(K)	X6(K)	X7(K)	X8(K)
毛利率	1.0000	1.0000	0.9779	0.7520	0.6963	0.6696	0.6846	0.6428	0.7706
总资产收益率	1.0000	0.9412	1.0000	0.3869	0.3672	0.3135	0.3124	0.3177	0.3559
净资产收益率	1.0000	0.9107	1.0000	0.4241	0.4182	0.3437	0.3899	0.4573	0.5265
销售净利率	1.0000	0.9899	1.0000	0.4681	0.5005	0.4443	0.4842	0.4599	0.5605
成本费用利润率	1.0000	0.9991	1.0000	0.4499	0.4815	0.3856	0.4337	0.3906	0.4643
总资产现金回收率	1.0000	0.6930	0.4754	-0.0484	0.8751	0.6136	0.1671	1.0000	0.3299
营业收入现金含量	1.0000	0.5102	0.3467	-0.0414	0.7779	0.5674	0.1937	1.0000	0.3462
营业利润获现率	1.0000	0.1959	0.1300	-0.0332	0.5700	0.5275	0.1625	1.0000	0.2787
核心利润获现率	1.0000	0.1399	0.0906	-0.0270	0.4864	0.4435	0.1488	1.0000	0.2337
盈余现金保障倍数	1.0000	0.2370	0.1594	-0.0407	0.7148	0.5873	0.1840	1.0000	0.2841
核心利润贡献率	1.0000	0.9472	1.0000	0.8186	0.8000	0.7903	0.7157	0.6040	0.7655
非经常性损益比例	1.0000	2.6570	1.0000	7.3922	12.8647	6.3204	15.4877	21.3126	27.1932
扣非加权平均净资产收益率	1.0000	0.8793	1.0000	0.3692	0.3160	0.3086	0.2822	0.2892	0.2827
资产负债率	1.0000	1.0000	1.0447	1.1893	1.1342	1.1133	1.3464	1.3853	1.3903
流动比率	1.0000	1.0000	0.9551	0.9262	0.9528	0.9874	0.9638	0.8921	0.8846
财务杠杆	1.0000	1.0000	1.3102	1.4826	1.2978	1.2874	1.4247	1.3933	1.4138
经营杠杆	1.0000	1.6438	1.4662	1.4293	1.6354	1.3723	1.2502	1.0031	1.0000
营业收入增长率	1.0000	0.6664	0.9242	0.0649	-0.0836	-0.0859	0.2691	1.0000	0.0214
可持续增长率	1.0000	0.6400	1.0000	0.4146	0.2822	0.2344	0.5606	0.3056	0.5128
净利润增长率	1.0000	0.0077	1.0000	-1.6878	0.1309	-0.4416	0.5934	0.8213	0.7343

资料来源：计算整理所得。

(3) 计算绝对差、最大差和最小差

根据公式 (2)： $\Delta_i = |X'_0(k) - X'_i(k)|, k = 1, 2, \dots, n$ ，计算出绝对值序列，如表 4.9 所示。

表 4.9 长城汽车盈利质量评价指标绝对值序列

	X1(K)	X2(K)	X3(K)	X4(K)	X5(K)	X6(K)	X7(K)	X8(K)
毛利率	0.0000	0.0221	0.2480	0.3037	0.3304	0.3154	0.3572	0.2294
总资产收益率	0.0588	0.0000	0.6131	0.6328	0.6865	0.6876	0.6823	0.6441
净资产收益率	0.0893	0.0000	0.5759	0.5818	0.6563	0.6101	0.5427	0.4735
销售净利率	0.0101	0.0000	0.5319	0.4995	0.5557	0.5158	0.5401	0.4395
成本费用利润率	0.0009	0.0000	0.5501	0.5185	0.6144	0.5663	0.6094	0.5357
总资产现金回收率	0.3070	0.5246	1.0484	0.1249	0.3864	0.8329	0.0000	0.6701
营业收入现金含量	0.4898	0.6533	1.0414	0.2221	0.4326	0.8063	0.0000	0.6538
营业利润获现率	0.8041	0.8700	1.0332	0.4300	0.4725	0.8375	0.0000	0.7213
核心利润获现率	0.8601	0.9094	1.0270	0.5136	0.5565	0.8512	0.0000	0.7663
盈余现金保障倍数	0.7630	0.8406	1.0407	0.2852	0.4127	0.8160	0.0000	0.7159
核心利润贡献率	0.0528	0.0000	0.1814	0.2000	0.2097	0.2843	0.3960	0.2345
非经常性损益比例	1.6570	0.0000	6.3922	11.8647	5.3204	14.4877	20.3126	26.1932
扣非加权平均净资产收益率	0.1207	0.0000	0.6308	0.6840	0.6914	0.7178	0.7108	0.7173
资产负债率	0.0000	0.0447	0.1893	0.1342	0.1133	0.3464	0.3853	0.3903
流动比率	0.0000	0.0449	0.0738	0.0472	0.0126	0.0362	0.1079	0.1154
财务杠杆	0.0000	0.3102	0.4826	0.2978	0.2874	0.4247	0.3933	0.4138
经营杠杆	0.6438	0.4662	0.4293	0.6354	0.3723	0.2502	0.0031	0.0000
营业收入增长率	0.3336	0.0758	0.9351	1.0836	1.0859	0.7309	0.0000	0.9786
可持续增长率	0.3600	0.0000	0.5854	0.7178	0.7656	0.4394	0.6944	0.4872
净利润增长率	0.9923	0.0000	2.6878	0.8691	1.4416	0.4066	0.1787	0.2657

资料来源：计算整理所得。

由此可得， $\Delta_{\text{Min}}=0.0000$ ， $\Delta_{\text{Max}}=26.4311$ 。

(4) 计算关联系数

根据表4.9 计算结果，结合公式 $\zeta_i(k) = \frac{\min_i \min_k \Delta_i(k) + \beta \max_i \max_k \Delta_i(k)}{\Delta_i(k) + \beta \max_i \max_k \Delta_i(k)}$ ，可以得出

各指标的关联系数，其中 β 为分辨系数，介于 0 到 1 之间，本文选取 β 值为 0.5，计算结果如表 4.10 所示。

表 4.10 长城汽车盈利质量评价指标关联系数

	X1(K)	X2(K)	X3(K)	X4(K)	X5(K)	X6(K)	X7(K)	X8(K)
毛利率	1.0000	0.9983	0.9814	0.9773	0.9754	0.9765	0.9734	0.9828
总资产收益率	0.9955	1.0000	0.9553	0.9539	0.9502	0.9501	0.9505	0.9531
净资产收益率	0.9932	1.0000	0.9579	0.9575	0.9523	0.9555	0.9602	0.9651
销售净利率	0.9992	1.0000	0.9610	0.9633	0.9593	0.9621	0.9604	0.9675
成本费用利润率	0.9999	1.0000	0.9597	0.9619	0.9552	0.9586	0.9555	0.9607
总资产现金回收率	0.9771	0.9615	0.9259	0.9906	0.9713	0.9402	1.0000	0.9513
营业收入现金含量	0.9640	0.9525	0.9263	0.9833	0.9680	0.9420	1.0000	0.9525
营业利润获现率	0.9422	0.9377	0.9269	0.9682	0.9652	0.9399	1.0000	0.9478
核心利润获现率	0.9384	0.9351	0.9273	0.9623	0.9592	0.9390	1.0000	0.9447
盈余现金保障倍数	0.9450	0.9397	0.9264	0.9787	0.9694	0.9413	1.0000	0.9482
核心利润贡献率	0.9960	1.0000	0.9863	0.9850	0.9842	0.9788	0.9706	0.9824
非经常性损益比例	0.8877	1.0000	0.6720	0.5247	0.7111	0.4748	0.3920	0.3333
扣非加权平均净资产收益率	0.9909	1.0000	0.9540	0.9504	0.9499	0.9480	0.9485	0.9481
资产负债率	1.0000	0.9966	0.9858	0.9899	0.9914	0.9742	0.9714	0.9711
流动比率	1.0000	0.9966	0.9944	0.9964	0.9990	0.9972	0.9918	0.9913
财务杠杆	1.0000	0.9769	0.9645	0.9778	0.9785	0.9686	0.9708	0.9694
经营杠杆	0.9531	0.9656	0.9683	0.9537	0.9724	0.9813	0.9998	1.0000
营业收入增长率	0.9752	0.9942	0.9334	0.9236	0.9234	0.9471	1.0000	0.9305
可持续增长率	0.9732	1.0000	0.9572	0.9480	0.9448	0.9675	0.9496	0.9641
净利润增长率	0.9296	1.0000	0.8297	0.9378	0.9008	0.9699	0.9865	0.9801

资料来源：计算整理所得。

4.3.4 计算关联度

根据公式 $r_i = \frac{1}{n} \sum_{k=1}^n \zeta_i(k)$ ，结合表 4.10 计算出的指标权重，运用 EXCEL 计算

出长城汽车 2015 年-2022 年盈利质量评价指标的灰色关联度值及排名见表 4.11。

表 4.11 长城汽车 2015-2022 年关联度及排名

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
关联度	0.0491	0.0494	0.0473	0.0476	0.0477	0.0473	0.0479	0.0473
排名	2	1	6	5	4	7	3	8

资料来源：计算整理所得。

由表可知，灰色关联度值越高表示盈利质量越优，长城汽车 2016 年盈利质量最优，2022 年盈利质量最差。

4.4 长城汽车盈利质量指标分析

下文将按照熵权法计算得出的权重对长城汽车五个维度中的维度较为重要的指标进行分析。同时考虑到仅仅使用单一企业的相关财务数据作为评价盈利质量的标准缺乏一定的说服力，因此本文在分析中将参考比亚迪、广汽集团及行业均值，更加全面的发现长城汽车与同行业相比存在的优点以及不足之处。

4.4.1 盈利的获利性分析

(1) 总资产收益率

根据表 4.12 及图 4.1 可知，长城汽车总资产收益率整体上处于三家企业中的第一位，2015 年-2016 年呈上升趋势，变化不大，在 2016 年达到最高值 12.85%，2017 年大幅降低低于行业平均水平，到 2020 年达到最低值 4.02%，其在 2019 年-2020 年间几乎一致，2021-2022 年其总资产收益率呈现一定幅度的增长趋势，总体来说均高于行业均值。说明企业全部资产获利能力在逐渐提高，企业的获利能力和收入产出在上升。上汽集团总体上呈现下降趋势，且除 2020 年略低于行业均值外，其余年份均高于行业均值。而比亚迪不断波动，趋势与行业均值变动趋势几乎一致，不仅处于三者中的末位，且低于行业均值，在 2022 年有所提升，反超上汽集团，与长城汽车差距缩小。

表 4.12 总资产收益率统计表

	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
长城汽车	12.10%	12.85%	4.97%	4.72%	4.03%	4.02%	4.08%	4.58%
比亚迪	3.00%	4.21%	3.04%	1.91%	1.09%	3.03%	1.60%	4.49%
上汽集团	8.65%	7.97%	7.17%	6.43%	4.32%	3.30%	3.70%	2.40%
行业均值	5.12%	6.26%	6.42%	3.93%	2.25%	3.32%	3.36%	2.88%

资料来源：企业年报及国泰安数据库。

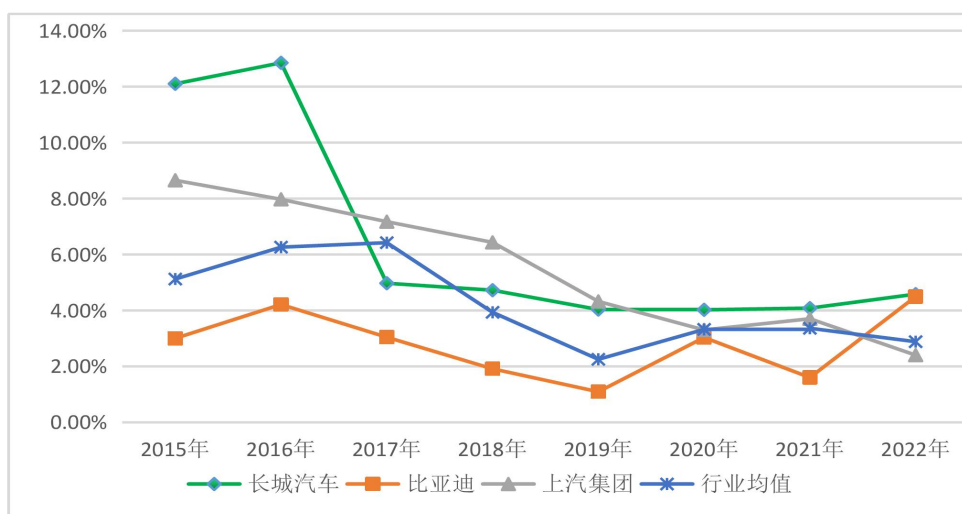


图 4.1 总资产收益率统计图

根据公式，总资产收益率可以分解为销售净利率和总资产周转率，2017 年长城汽车 ROA 下降到行业平均水平以下，其原因就从上述两个指标入手，对于销售净利率的影响在下文进行分析，因此这里只对总资产周转率的变动进行分析。

根据报表可知，2017 年长城汽车资产增长的速度远远高于营业收入增长的速度。其中长城汽车总资产较 2016 年增长 20%。具体来说，主要是由于流动资产中的货币资金同比增长 124.34%，是长城汽车通过取得短期借款增加导致；应收账款同比增长 68.83%；应收利息同比增长 128.34%，是长城汽车子公司房贷业务量增加使得应收发放贷款和垫款利息增加；一年内到期的非流动资产同比增长 519.78%，是由于长城汽车子公司一年内到期的发放贷款和垫款增加。长城汽车非流动资产中长期待摊费用增幅达 145.4%。而营业收入较 2016 年同比增长

2.08%，分产品来看，是由于长城汽车 2017 年销售模具和提供劳务带来的营业收入分别同比下降 32.82%及 5.11%拉低了整体水平。因此 2017 年长城汽车总资产周转率下降，影响了企业的总资产收益率。

而 2020 年以来，长城汽车总资产收益率虽一直保持增长，但涨幅较小，主要是由于总资产周转率的增长。2021 年长城汽车总资产周转率增长了 5.47%，根据年报可知，由于长城汽车累计实现销量同比增长 14.79%，其中，海外销量达 13.99 万辆，同比增长高达 102.98%；全年营业总收入创历史新高，同比增长 32.04%。而 2021 年长城汽车票据贴现增加导致应收款项融资同比减少 40.55%，待审批预计一年内收回的新能源补贴款减少导致合同资产同比减少 45.08%。

（2）销售净利率

如表 4.13 及图 4.2 所示，总体上，长城汽车销售净利率高于比亚迪及上汽集团，2015 年-2016 年，长城汽车销售净利率略微上升，2017 年下降并达到最低值 5.02%。2017 年-2022 年销售净利率在 5%左右上下波动，在该段时间内其变化趋势与比亚迪大体相似，总体趋势较为稳定，2019 年起超过行业平均水平。在 2022 年达到 6.01%是自 2017 年以来销售净利率的最高水平。比亚迪波动较大，与行业平均水平存在交叉，而上汽集团趋势平稳，除 2015、2017 及 2018 年之外，其水平均高于行业均值。

表 4.13 销售净利率统计表

	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
长城汽车	10.61%	10.72%	5.02%	5.37%	4.76%	5.19%	4.93%	6.01%
比亚迪	3.92%	5.30%	4.64%	2.73%	1.66%	3.84%	1.84%	4.18%
上汽集团	6.06%	5.89%	5.49%	5.45%	4.27%	4.04%	4.47%	3.17%
行业均值	6.46%	4.77%	9.49%	6.14%	1.98%	0.49%	4.12%	2.70%

资料来源：企业年报及国泰安数据库。

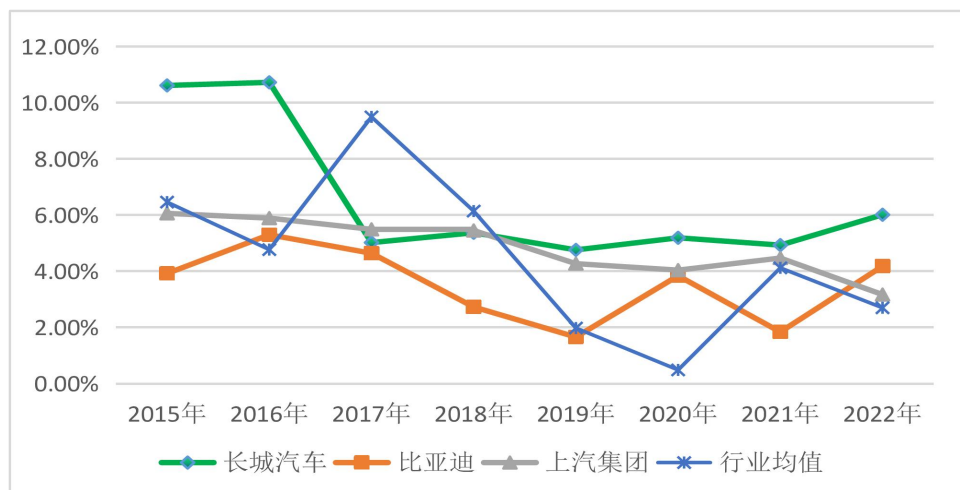


图 4.2 2015 年-2022 年销售净利率趋势图

受 1.6L 及以下小排量车购置税提高影响,2017 年汽车行业总销量增速放缓,市场竞争及分化也持续加剧,增速持续放缓。结合营业收入及成本来看,2017 年长城汽车营业成本较 2016 年有了大幅增加,其中销售费用同比增长 38.77%,主要由于广告宣传费用增加所致,公司研发支出总额 33.65 亿元人民币,同比增长 5.80%,变动最大的是财务费用,同比增长 3692%,主要由于 2017 年长城汽车取得短期借款 13,037,978 千元,主要用于汽车金融放贷业务;取得长期借款人民币 473,355 千元,主要用于本公司之子公司亿新发展有限公司收款、投资和资本支出,从而导致借款利息增加,影响企业利润。

2022 年长城汽车海外年销售 17.22 万辆,同比增长 23.09%,创历史新高;全年智能化车型销量占比达到 86.17%,居行业领先;20 万元以上车型收入同比增长 21.47%,品牌向上的成效非常显著。长城汽车销售净利率增加至 6.01%。

(3) 成本费用利润率

如表 4.14 及图 4.3,总体上看,长城汽车成本费用利润率高于比亚迪及上汽集团,说明长城汽车付出单位成本的回报率高,其在 2015-2016 年几乎没有变化,2017 年出现大幅下降,但仍高于其余两家企业,2017 年-2022 年不断波动,但总体差距较小,整体保持在 6%左右。比亚迪 2015 年-2020 年与行业平均水平变动趋势一致,在 2020 年-2022 年呈相反趋势,总体上处于三者中的最低。上汽集团趋势平缓,波动较小。总的来说,三家企业的成本费用利润率低,企业为获取报酬而付出的代价高,成本增幅大于利润增幅,因此企业还需加强成本费用管理。

表 4.14 成本费用利润率统计表

	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
长城汽车	14.51%	14.53%	6.53%	6.99%	5.60%	6.30%	5.67%	6.74%
比亚迪	4.90%	6.83%	5.56%	3.44%	1.94%	4.62%	2.13%	5.25%
上汽集团	7.04%	6.89%	6.44%	6.19%	4.96%	4.95%	5.42%	3.85%
行业均值	11.67%	12.90%	13.30%	9.26%	6.25%	6.76%	6.86%	5.83%

资料来源：国泰安数据库。

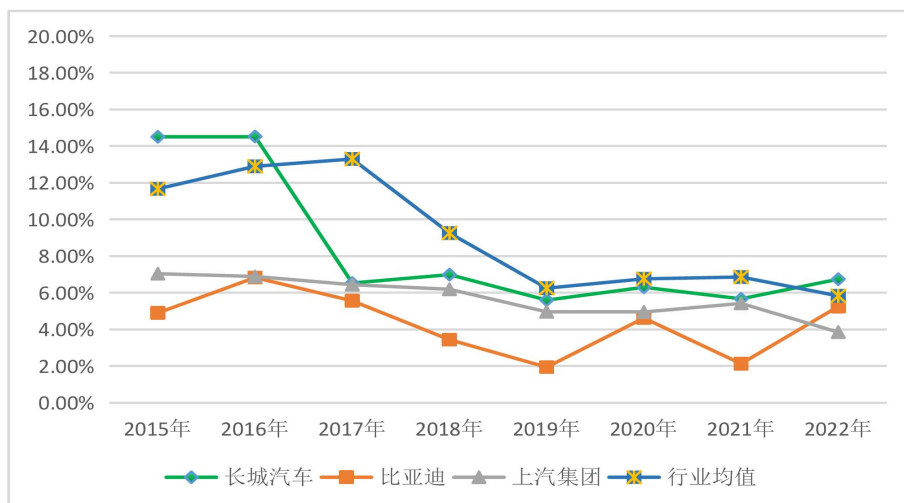


图 4.3 成本费用利润率统计图

(4) 净资产收益率

根据表 4.15 及图 4.4 可知，净资产收益率变动趋势与销售净利率几乎一致。长城汽车 2015 年-2016 年净资产收益率位于第一，在 2016 年达到巅峰值 24.62%，2017 年起不断下降，低于上汽集团，在 2019 年达到最低值 8.46%，其中 2017 年降幅最大，下降至 10.44%，下降了约 14%；2020 年起开始上升，到 2022 年一直保持三家企业中的第一位。总体上其净资产收益率处于较高水平。比亚迪净资产收益率处于三者中的末位，除 2015 年及 2018 年外，其余年份均高于行业均值。上汽集团变动趋势与行业均值变动趋势几乎一致。

表 4.15 净资产收益率统计表

	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
长城汽车	22.42%	24.62%	10.44%	10.29%	8.46%	9.60%	11.26%	12.96%
比亚迪	9.67%	11.99%	8.52%	5.90%	3.44%	9.47%	4.70%	15.70%
上汽集团	20.24%	19.71%	18.57%	17.39%	12.05%	9.56%	10.63%	6.87%
行业均值	10.25%	11.03%	11.22%	5.88%	2.54%	-1.33%	3.92%	-2.50%

资料来源：企业年报及国泰安数据库。

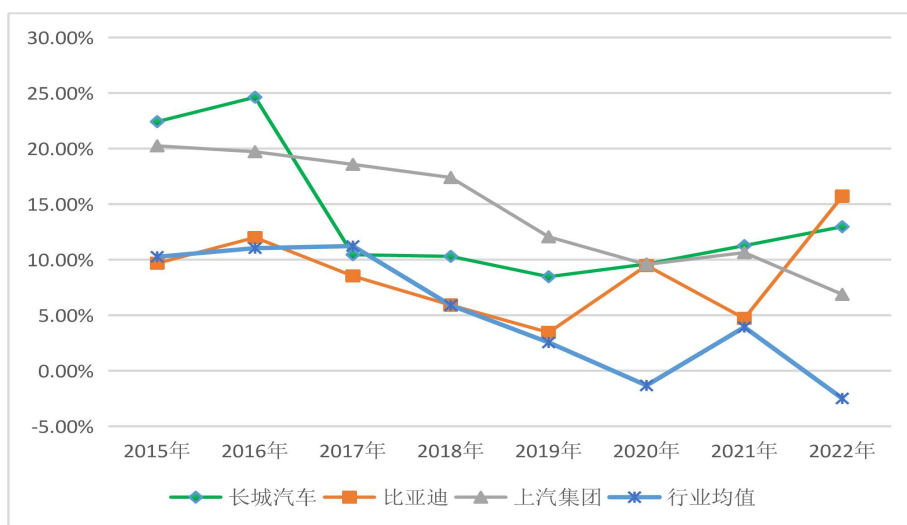


图 4.4 净资产收益率统计图

根据公式，ROE 可以分解为销售净利率、总资产周转率及权益乘数，是对企业经营战略和财务战略的概括。长城汽车 2015 年-2022 年各影响因素变动情况见表 4.16。

表 4.16 长城汽车 2015-2022 年净资产收益率影响因素表

	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
权益乘数	1.85	1.92	2.10	2.18	2.10	2.39	2.76	2.83
销售净利率	10.61%	10.72%	5.02%	5.37%	4.76%	5.19%	4.93%	6.01%
总资产周转率	114.00%	119.89%	99.08%	87.97%	84.58%	77.35%	82.82%	76.14%

资料来源：企业年报及国泰安数据库。

2017年长城汽车净资产收益率大幅下降是由于2017年销售净利率及资产周转率的下降。其中销售净利率由10.72%下降为5.02%，资产周转率由119.89%下降到99.08%。销售净利率的变动和总资产周转率的变动在前文已进行分析，这里不再赘述。

根据表4.16，2020年以来企业净资产收益率逐年增加，是由于2020年以来长城汽车权益乘数逐渐增长，销售净利率及资产周转率波动式变动所导致的。在严峻的市场环境下，2020年集团累计实现销量111.59万辆，同比增长5.41%，其中，海外销量6.89万辆，同比增长5.37%；导致2020年营业收入增长；长城汽车营业外支出及非流动资产处置损失减少，尤其是非流动资产处置损失同比减少约50%，营业外收入同比增长44.35%，这对长城汽车净利润影响较大，另一项对长城汽车利润影响较大的项目为投资收益，由2019年的1,550.51万元增长至2020年的95,638.51万元，同比增长6068.21%，长城汽车销售净利率出现小幅增长。

根据报表，长城汽车2020年-2022年资产增长的速度大于权益增长的速度，权益乘数不断上涨。主要原因如下：货币资金大幅增长，由2020年的14,588,464千元增长到2022年的35,773,468千元，衍生金融资产由2020年的2,271,973千元到2022年的13,170,798千元。长城汽车2022非流动负债年比2020年增长57%，其中长期借款增长了43%，一年内到期的非流动负债逐年增长，到2022年增长了约448%，其他应付款增长了约50%，衍生金融负债增长了约490%，应付票据增长了80.48%，以上项目的变动导致长城汽车权益乘数在2020年-2022年的上升，与前文分析的销售净利率及总资产周转率变动趋势相结合，可以论证长城汽车的净资产收益率在2020-2022年逐步上升的变动趋势。因此，可以说明长城汽车的获利性在不断提升，且总体获利水平高。

（5）毛利率

根据表4.17及图4.5，长城汽车毛利率在2015年-2016年处于三者中的最高，2017年-2019年几乎与比亚迪保持一致，到2020年长城汽车毛利率略微上升，达17.21%，2021年略微下降到2022年再度上升达19.37%，在2021-2022的两年里超越比亚迪，保持三家企业中的第一名。总体来看，长城汽车毛利率在2015年-2019年处于不断下降状态，由2015年的25.13%下降至2019年的16.22%，

下降了 8.91%。其中 2017 年降幅最大，降幅约为 6%，分产品来看，2017 年销售汽车及提供劳务产生的毛利率分别下降了 6.33 和 4.49 个百分点拉低了整体毛利率水平。主要由于 2017 年销售汽车营业成本的增长速度远远高于营业收入的增长速度，提供劳务营业收入减少的速度远远大于营业成本的减少速度。行业均值整体上在不断下降，但三家企业的毛利率仍低于行业平均水平，2022 年长城汽车及比亚迪的毛利率水平有所提升，与行业平均水平差异缩小，说明长城汽车及比亚迪在努力提升盈利能力，而上汽集团总体上说与行业均值变动趋势一致，但差异最为明显，其 2022 年与 2021 年变化较小，其毛利率水平有待提升。总得来说，三家企业均需发力，提高毛利率。

表 4.17 毛利率统计表

	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
长城汽车	25.13%	24.46%	18.43%	16.69%	16.22%	17.21%	16.16%	19.37%
比亚迪	16.87%	20.36%	19.01%	16.40%	16.29%	19.38%	13.02%	17.04%
上汽集团	11.42%	12.87%	13.47%	13.25%	12.15%	10.76%	9.63%	9.61%
行业均值	24.99%	26.49%	25.56%	23.72%	22.82%	21.86%	19.92%	18.55%

资料来源：企业年报及国泰安数据库。

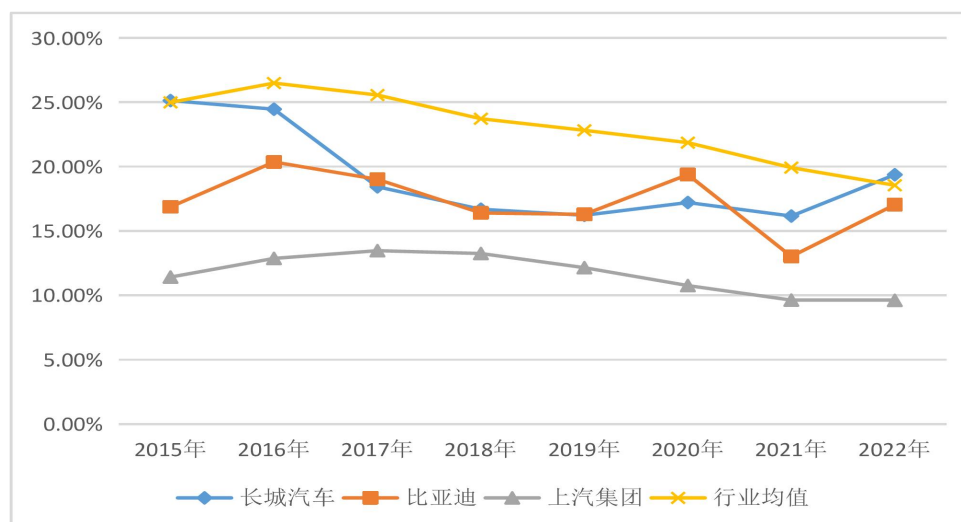


图 4.5 毛利率统计图

而 2022 年毛利率达 19.37% 超过行业平均水平，原因在于长城汽车营业收入

同比增长 0.69%，营业成本同比下降 3.17%，具体原因如下：一方面，长城汽车海外年销售 17.22 万辆，同比增长 23.09%，创历史新高，这使得长城汽车国外市场毛利率同比增长 14.47%；全年智能化车型销量占比达到 86.17%，处于行业领先地位；20 万元以上车型收入同比增长 21.47%，品牌向上的成效非常显著。虽受芯片短缺、原材料价格高等因素掣肘，但得益于购置税优惠，新能源汽车持续爆发式增长，国内乘用车市场销量呈 U 型反补特点，涨幅明显。新能源汽车和乘用车销量分别同比增长 93.4%和 9.5%，高于行业均超过 7 个百分点。另一方面，营业成本由 2021 年的 114,367,473 千元下降到 110,739,333 千元；分产品来看，销售整车发生的原材料、人工工资、折旧能源等成本和提供劳务发生的整车保养服务成本、运输的过路费、油费、差旅费、人工工资等成本分别同比减少 4.1%和 18.45%，而从市场来看，国内市场营业成本同比下降 8.68%。

通过分析可得，长城汽车营业成本下降幅度大于长城汽车营业收入增长幅度，故企业毛利率提高，由此反映长城汽车盈利的获利性增强。

4.4.2 盈利的收现性分析

(1) 核心利润获现率

根据表 4.18 及图 4.6 可知三家企业核心利润获现率均不断波动，长城汽车处于三家企业中的末位，且大部分年份低于行业均值。因此长城汽车经营活动变现能力还有待加强。

表 4.18 核心利润获现率统计表

	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
长城汽车	109.15%	70.66%	-21.07%	379.49%	346.05%	116.06%	780.19%	182.3%
比亚迪	-25.29%	133.11%	462.5%	694.24%	598.27%	1849.3%	615.73%	-25.29%
上汽集团	250.87%	87.06%	160.43%	91.24%	7199.60%	-2126.%	-348.08%	-104.6%
行业均值	202.43%	122.25%	112.46%	185.30%	632.22%	617.15%	717.75%	378.63%

资料来源：企业年报及国泰安数据库。

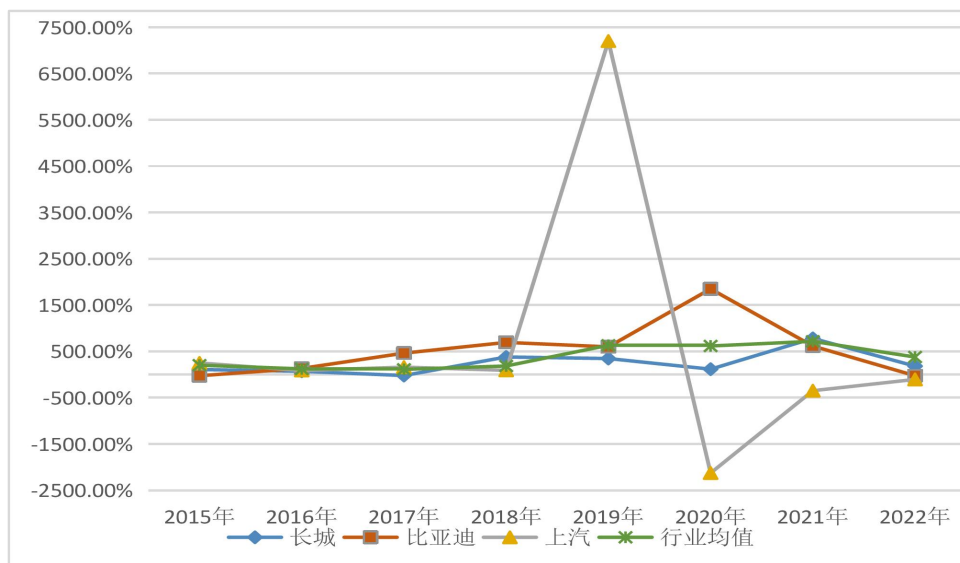


图 4.6 核心利润获现率统计图

而比亚迪的核心利润获现率基本处于三者中的第一，自 2015 年起，比亚迪的核心利润获现率不断上升，说明比亚迪在不断提升核心利润转化为现金的能力。在 2019 年有所下降，2020 年出现大幅增长后达到最高值又大幅下降，低于行业平均水平。长城汽车核心利润率在 2015 年-2017 年不断下降，在 2017 年达到最低值-21.07%，在 2018 年上升，此后 2019-2020 年间再度下降，2021 年有了较大提升达到最高值 780.19%，但这一数值在三家企业最高值中确是最低的，2021-2022 年三家企业趋势与行业均值趋势一致，符合行业发展现状。

变动最大的是上汽集团，在 2015-2018 年间不断波动，2019 年达到最高值，是行业平均水平的 11 倍之多，2020 年又出现大幅下降，2021-2022 年不断提升，但与其他企业及行业均值水平差距过大。通过报表分析可知，上汽集团 2019 年的大幅上升主要是由于汽核心利润的下降以及经营活动净流量的大幅增加，上汽集团经营活动净流量增幅达 415.53%，核心利润下降 93.47%，达 642.7 百万元；2020 年大幅下降是由于财务费用由 24.37 百万元上升到 516.92 万元，是原来的 20 倍，导致 2020 年核心利润下降为-1764.43 百万元，降幅达 374.53%，加之经营活动现金流量净额有所下降，且下降幅度为 18.92%，远远小于核心利润下降的幅度。变化原因见表 4.19。

表 4.19 上汽集团核心利润统计表

指标	2018	2019		2020	
	金额(百万)	金额(百万)	变动率%	金额(百万)	变动率%
营业收入	887,626.21	826,530	-6.88%	723,042.59	-12.52%
营业成本	769,985.82	726,100.21	-5.70%	645,250.01	-11.13%
税金及附加	7,463.33	6,609.89	-11.44%	5,759.79	-12.86%
管理费用	21,336.02	22,308.09	4.56%	21,818.4	-2.20%
研发费用	15,385.01	13,394.15	-12.94%	13,395.04	0.01%
财务费用	195.44	24.37	-87.53%	516.92	2,021.13%
核心利润	9,837.56	642.7	-93.47%	-1,764.43	-374.53%
经营活动现金流净额	8,975.65	46,271.85	415.53%	37,517.94	-18.92%

资料来源：国泰安数据库。

根据报表可以得出长城汽车 2021 年经营活动现金流入净额和核心利润均有所上升,但之所以核心利润获现率达到最高是由于经营活动现金流入净额增幅大于核心利润增幅有以下两方面原因:一方面,经营活动现金流量净额达 35,315.67 百万元,比 2020 年 5,181.233 百万同比增长 581.61%。通过报表发现长城汽车经营活动产生的现金流入增长速度远超经营活动现金流出。即经营活动现金流入总计达 168,813.691 百万元,同比增长 45.04%,而经营活动现金流出总计同比增长 20.03%,经营活动现金流入主要是销量增加带来现金增幅达 44.91%,税费返还同比增长 175.6%;而经营活动现金流出主要是支付职工现金同比增长 35.61%,支付各项税费同比增长 55.12%。另一方面,核心利润由 2020 年的 446 千元到 2021 年 0.45 百万元,同比增长仅达 1.54%。主要是由于成本大幅上涨导致。具体情况如下:长城汽车 2021 年营业成本同比上升 33.71%,税金及附加同比增长 32.65%,其中消费税、城市维护建设税、教育费附加、印花税及房产税的大幅增加;销售费用中的广告及媒体服务费、售后服务费、工资薪金、股份支付费用、港杂费、差旅费分别同比增长 15.43%、52.09%、67.57%、868.61%、68.98%、61.18%,使得销售费用同比增长 26.53%;管理费用同比增长 58.39%,其中工资薪金、股份支付、办公费增幅较大,分别为 58.66%、921.73%及 118.47%,研发费用同比

增加 46.36%，虽财务费用大幅下降，但其降幅小于其他成本的增幅。故长城汽车 2021 年核心利润贡献率最大。从企业自身来看，企业核心利润获现的能力增强，但与同行业公司相比长城汽车核心利润贡献率仍处于低水平，经营活动变现能力低。

(2) 营业利润获现率

表 4.20 及图 4.7 反映长城汽车、比亚迪及上汽集团营业利润获现率的变化情况。上汽集团变化趋势较为平稳，远低于行业平均水平。比亚迪呈波动式增长趋势，与核心利润获现率趋势一致，但变化幅度较大，总体上高于其他两家企业，在 2016-2019 年不断上升，2020 年变化较小，2021 年出现大幅增长达到最高值 1413.3%，2022 年又下降到 2020 年水平。

根据比亚迪 2020-2022 年报表分析可知，比亚迪 2021 年经营活动现金流量净额为 65,466.68 百万元，同比增长 44.22%，具体来看，是销量增加带来现金同比增长 46.15%，其他经营活动现金同比增长 61.86%；其次，比亚迪营业成本、税金及附加、销售费用、管理费用及研发费用分别同比增长 48.91%、40.87%、20.30%、32.13%及 7.05%，导致营业利润同比下降 34.63%，最终导致比亚迪 2021 年的大幅上升；同理，比亚迪 2022 年经营活动现金流量净额为 140,837.66 百万元，同比增长 115.13%，具体来看，销售商品收到现金同比增长 103.89%，其他经营活动现金同比增长 248.36%，故经营活动流入增幅远大于经营活动流出增幅，其次，营业利润达 21,541.82 万元，同比增长 365.07%。所以使得比亚迪 2021-2022 年间营业利润获现率出现较大波动。

表 4.20 营业利润获现率统计表

	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
长城汽车	108.12%	71.97%	-18.39%	316.07%	292.50%	90.08%	554.51%	154.5%
比亚迪	120.97%	-30.8%	117.69%	295.23%	637.51%	640.6%	1413.3%	653.7%
上汽集团	59.63%	23.49%	44.91%	16.72%	114.69%	105.3%	52.15%	36.52%
行业均值	186.90%	64.39%	-255.78%	234.48%	201.69%	280.4%	291.05%	97.65%

资料来源：企业年报及国泰安数据库。

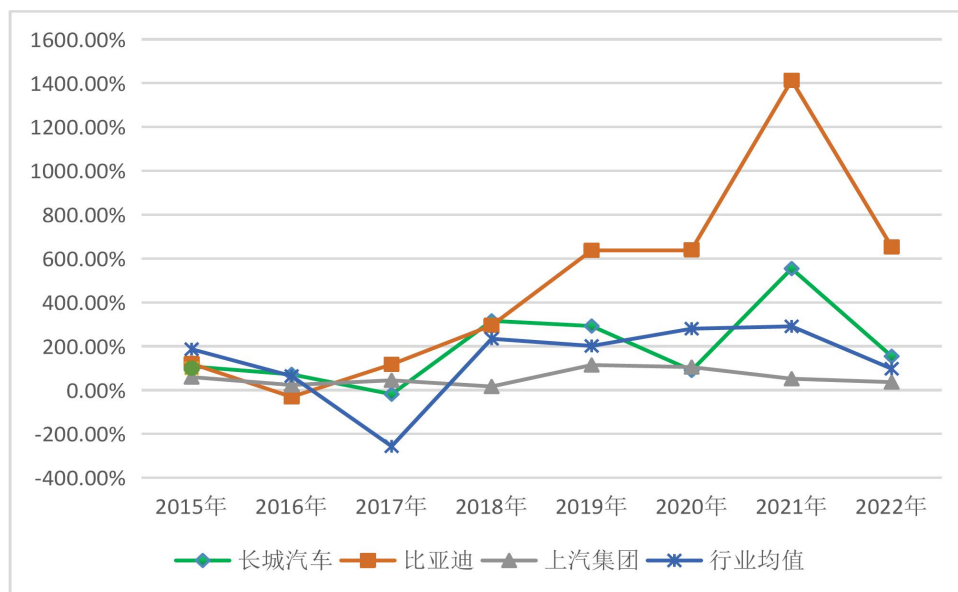


图 4.7 营业利润获现率统计图

纵向来看，长城汽车 2015 年-2017 年呈下降趋势，并在 2017 年达到最低值 -0.18，在 2018 年有所上升，2019 年-2020 年再度下降，直到 2021 年达到最高值 5.55，2022 年又下降到 1.55。长城汽车营业利润获现率变动趋势与核心利润变动率、盈余现金保障倍数变动趋势一致。且其最小值与最大值均分别在 2017 年和 2021 年出现。由于企业的营业利润是由企业的核心利润和其他营业利润组成的，其中其他营业利润包括其他收益、投资收益、公允价值变动损益、信用减值损失、资产减值损失及资产处置收益等。

根据报表及前文分析，可知长城汽车 2021 年经营活动现金流量净额同比增长 582% 及其变动原因，同理，经营活动现金流量净额增幅 582% 远超营业利润增幅 85%。下面对其营业利润变动情况进行分析。长城汽车 2021 年核心利润获现率的具体原因分析已在前文中详细分析。主要对其他营业利润进行分析。根据报表，除信用减值损失外的其他各项与 2020 年相比均为有利变化，其中，其他收益由 2020 年的 886,632 千元增长到 2021 年的 1,047,332 千元，同比增长 18.12%；投资收益由 2020 年的 956,385 千元增长到 2021 年的 1,109,109 千元，同比增长 15.97%；公允价值变动损益由 2020 年的 165,209 千元增长到 2021 年的 306,441 千元，同比增长 85.49%；资产减值损失由 2020 年的 676,397 千元下降到 2021 年的 470,596 千元，同比下降 30.43%；资产处置收益由 2020 年的 622 千元增长

到 2021 年的 1,459 千元, 同比增长 134.57%。而对营业利润增长率起到的最大阻碍作用的是信用减值损失, 由 2020 年的 35,287 千元增长到 2021 年的 122,400 千元, 同比增长 246.87%, 主要包括应收款、含一年内到期的长期应收款以及其他应收款。具体来说, 是一年内到期的长期应收款减值损失同比增长 514.48%, 其他应收款同比增长 20.4%引起的信用减值损失的大幅提高。

(3) 盈余现金保障倍数

根据表 4.21 及图 4.8 可知, 长城汽车、比亚迪及上汽集团三个企业存在交叉现象。比亚迪总体呈波动式上升, 变动趋势与营业利润获现率一致。自 2017 年起不断攀升, 到 2021 年达 16.5, 是行业平均水平的 8 倍; 根据前文对比亚迪营业利润的分析, 比亚迪经营活动现金流量净额同比增长 44.22%, 营业利润同比下降 34.63%, 营业外收入增长的 19.88%及营业外支出下降的 6.85%, 在一定程度上抵消了净利润的下降幅度, 但净利润降幅仍达 34.03%, 因此比亚迪在 2021 年出现最高值 16.5。上汽集团总体趋势平缓, 变动不大。

而长城汽车盈余现金保障倍数相对稳定, 保持在 0-5 之间, 最低于 2017 年达 -0.21, 最高为 2021 年达 5.25, 与比亚迪汽车相比仍有一定的差距, 且该差距近年在不断扩大。长城汽车在 2015 年-2017 年逐年下降, 2018 年上升并有所突破, 在 2019 年-2020 年下降, 2021 年再度上升达到最高值, 2022 年下降。

表 4.21 盈余现金保障倍数统计表

	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
长城汽车	1.24	0.84	-0.21	3.75	3.08	0.97	5.25	1.49
比亚迪	1.22	-0.34	1.30	3.52	6.96	7.55	16.50	7.95
上汽集团	0.65	0.26	0.52	0.19	1.31	1.29	0.64	0.42
行业均值	1.51	5.84	0.11	1.76	-7.30	2.33	2.41	1.58

资料来源: 企业年报及国泰安数据库。

根据报表可知, 长城汽车 2021 年盈余现金保障倍数之所以达到最大值是由于长城汽车 2021 年经营活动产生现金流量净额远远大于净利润。2021 年经营活动现金流量净额大幅度增长的原因前文已进行详细说明, 此处不再一一赘述。这

里对长城汽车 2021 年净利润的同比增长率进行分析。企业的净利润是企业的营业利润与企业营业外收支净额共同组成的利润总额减去企业的所得税费用所得出的，其中营业利润是由企业的核心利润加上企业的其他营业利润组成的。

分析可知，长城汽车 2021 年净利润增长率为 25%，净利润的增长说明企业利润总额增长。前文分析可知，2021 年长城汽车核心利润同比增长 1.54%。其他营业利润中，对营业利润增长率起到的最大阻碍作用的是信用减值损失，同比增长 246.87%，主要包括应收款、含一年内到期的长期应收款以及其他应收款。除此之外，2021 年营业外支出达 47,460 千元，同比增长 160.89%，在长城汽车营业外支出项目中，捐赠支出由 2020 年的 11031 千元增长至 2021 年的 30,658 千元，同比增长 177.92%，赔款罚款支出由 2020 年的 1013 千元增长至 2021 年的 3,899 千元，同比增长 282.94%，其他营业外支出由 2020 年的 6,147 千元增长至 2021 年的 12,903 千元，同比增长 109.9%。营业外支出的增幅大于营业外收入的增幅 135.04%。故利润总额的增长幅度小影响长城汽车净利润增长幅度，从而影响长城汽车盈余现金保障倍数。

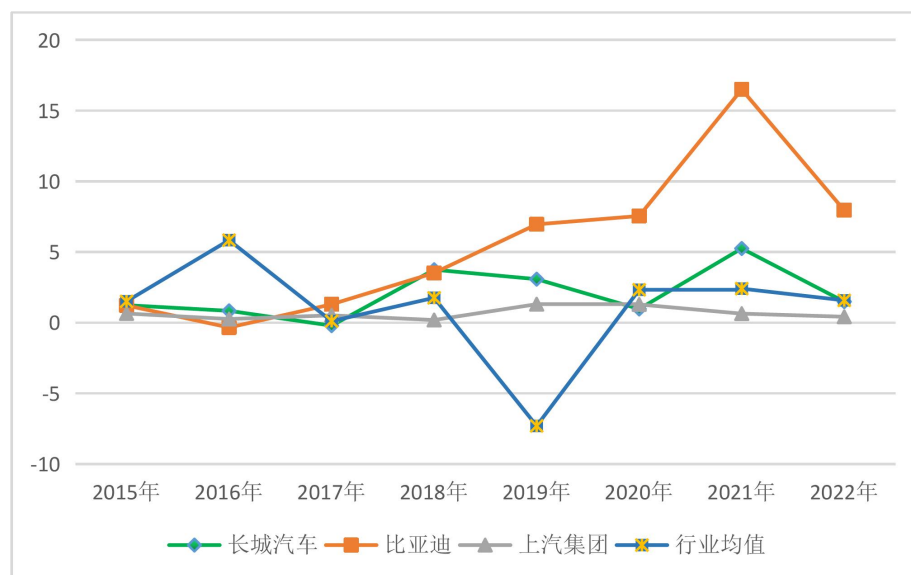


图 4.8 盈余现金保障倍数统计图

2017 年长城汽车盈余现金保障倍数出现负数，主要是由于 2017 年长城汽车经营活动现金流量净额为负数，是 2021 年毛利降低及汽车金融放贷业务量增加导致经营活动净流入减少。具体情况如下：长城汽车经营活动现金流出

124,558,553 千元，同比增长 36.06%，而经营活动现金流入 123,481,883 千元，同比增长仅 23.01%。进一步分析得知，2017 年长城汽车经营活动现金流出增幅较大主要是因为客户贷款及垫款净增加额由 2020 年 7,551,550 千元增长到 2,641,794 千元，同比增长 185.85%；支付利息、手续费及佣金的现金由 2020 年的 22,590 千元增长到 53,184 千元，同比增长 135.34%；支付给职工以及为职工支付的现金由 6,837,382 千元增长到 2021 年的 8,571,806 千元，同比增长 25.37%。

4.4.3 盈利的结构性分析

(1) 扣非加权平均净资产收益率

根据表 4.22 及图 4.9 可以得出长城汽车、比亚迪及上汽集团扣非加权平均净资产收益率变动情况，发现长城汽车与比亚迪远高于上汽集团，表明其盈利水平高于上汽集团。而比亚迪波动较大，在 2016 年、2020 年及 2022 年在 110%左右，说明比亚迪盈利的稳定性较差。长城汽车变动较为平缓，在 2016 年达到最高值 100.17%，其后不断下降在 2021 年达到最低值 60.5%，2022 年提升到 76.68%。

上汽集团整体水平较低，且近年来仍不断下降，在 2022 年达最低值 3.26%，主要是由于 2022 年产业链供应链运转受阻，产销量下降，并且原材料价格大幅上涨，导致公司盈利水平下降。

表 4.22 扣非加权平均净资产收益率统计表

	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
长城汽车	94.88%	100.17%	82.00%	80.14%	79.16%	71.69%	60.50%	76.68%
比亚迪	65.85%	111.08%	85.11%	61.73%	87.34%	110.2%	78.35%	108.5%
上汽集团	16.43%	16.61%	16.14%	14.10%	8.87%	6.96%	6.96%	3.26%

资料来源：企业年报及国泰安数据库。

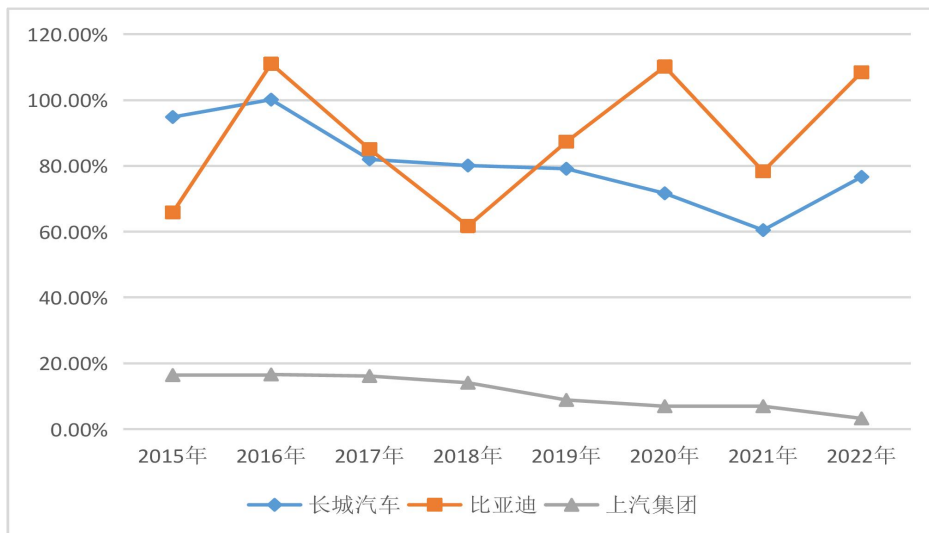


图 4.9 扣非加权平均净资产收益率统计图

(2) 非经常性损益比率

根据表 4.23 及图 4.10 可知长城汽车、比亚迪及上汽集团非经常性损益比率的变动情况。横向来看，长城汽车非经常性损益比率高于二者，排名第一，上汽集团呈波动式上升，在 2020-2022 年变动趋势与长城汽车一致；而比亚迪较为稳定，整体在 0 上下浮动，说明比亚迪经营稳定，盈利质量较高。

纵向来看，长城汽车 2016 年该指标下降到最小值 1.58%，说明 2016 年长城汽车也盈利质量较为稳定，盈利质量较高。在 2017-2018 年逐年上升，2019 年再次下降，2020 年-2022 年不断上升在 2022 年达到最大值 43.03%。

由于非经常性损益指标为逆向指标，该指标过大时，表明企业存在较多的非经常性风险和波动性，而近年来长城汽车非经常性损益比率不断上升且远高于其他两家企业，说明其核心业务提供的利润较低，长城汽车应当关注该比率，因为非经常性损益会高估企业的利润，从而影响企业利润真实性。

表 4.23 非经常性损益比率统计表

	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
长城汽车	4.20%	1.58%	11.70%	20.36%	10.00%	24.51%	33.73%	43.03%
比亚迪	0.48%	-0.28%	-2.10%	-0.12%	0.40%	-0.74%	1.05%	0.60%

上汽集团	5.38%	3.33%	2.75%	6.62%	9.82%	7.49%	14.34%	25.39%
------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	--------	--------

资料来源：企业年报。

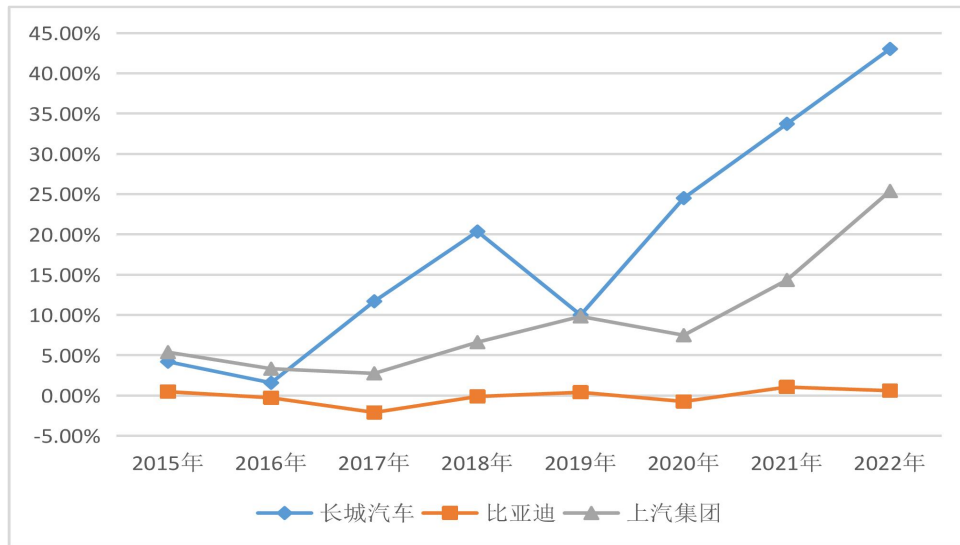


图 4.10 非经常性损益比率统计图

根据财务报表可知，长城汽车自 2020 年起非经常性损益比率不断上升的原因有以下方面：

首先是政府补助的增长。根据图 4.11 可以得出长城汽车政府补助的增长率情况，2020 年计入当期损益的政府补助达 1,266,978 千元，比 2019 年增长了 1 倍，2021 年政府补助仍然增长，同比增长 29.35%，到 2022 年有所下降到 2019 年水平。政府补助对企业的盈利能力虽有一定的促进作用，但对长城汽车影响程度并不大，且长城汽车对于政府补助并没有过多依赖，企业自身的盈利能力良好，整体发展并不是完全依托政策的鼓励，这样在日后待到新能源发展技术成熟时，即使政府减少补助资金，企业也不会受到太大的冲击。

其次是投资收益的增长，处置长期股权投资收益，以及处置理财产品取得的投资收益在 2021 年-2022 年均均有大幅增长，由 2019 年的-89,308 千元到 2020 年的 193,269 千元，再到 2021 年的 214,075 千元，2022 年 148,457 千元，虽 2022 年有所下降，但仍远高于长城汽车 2019 年的数据。

影响较大的还有长城汽车的公允价值变动收益，由 2019 年的-73,302 千元增长到 165,209 千元，再到 2021 年的 306,441 千元，2022 年为 50,337 千元，虽较 2021 年有所下降，但仍远高于 2019 年的数据。

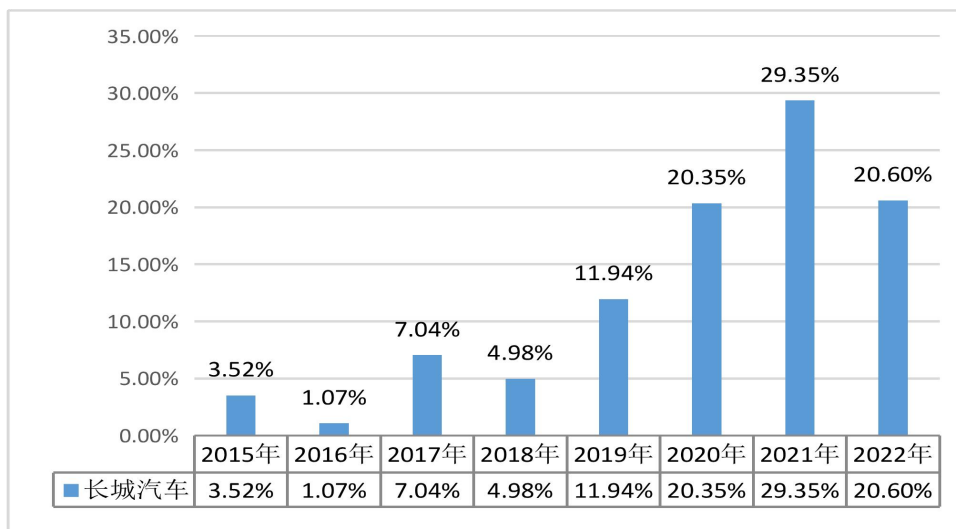


图 4.11 长城汽车政府补助占比

2022 年非经常性损益率高于前几年除上述原因外，还有其他两方面原因：一方面是由于 2022 年由于汇率变动发生了其他符合非经常性损益定义的损益项目——汇率收益 1,932,056 千元，虽在 2021 年对利润的影响也有该项目，但 2021 年该项目的数额为 17,118 千元，2022 年比 2021 年同比增长 111.87%；另一方面是由于非流动资产处置损益的大幅增长。2020 年及 2021 年该数额均为负数且分别为 -9,199 千元及 -27,690 千元，而 2022 年达到 4,859 千元。两个项目的大幅增长使得 2022 年长城汽车非经常性损益比率超越以往，达到最高值。

（3）核心利润贡献率

结合表 4.24 核心利润贡献率统计表及图 4.12 发现，从整体上来看，长城汽车与比亚迪均高于行业均值，且长城汽车自 2017 年起缓慢下降，说明受行业市场环境影响，在 2021 年达到最低值 71.69%，而比亚迪整体波动较大，在 2019 年起大幅增长，核心利润贡献率最大。上汽集团总体水平低于行业均值，自 2017 年起不断下降，且在 2020-2022 年成为负值，该指标较低表明上汽集团的利润可能主要是由其他营业利润以及营业外收入贡献的，这不利于企业的持续性发展。

表 4.24 核心利润贡献率统计表

	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年
长城汽车	94.88%	100.17%	82.00%	80.14%	79.16%	71.69%	60.50%	76.68%
比亚迪	65.85%	111.08%	85.11%	61.73%	87.34%	110.2%	78.35%	108.5%
上汽集团	22.62%	25.88%	27.92%	18.10%	1.57%	-4.92%	-14.9%	-32.37%
行业均值	39.75%	45.69%	47.54%	35.81%	34.01%	33.71%	32.10%	49.49%

资料来源：企业年报及国泰安数据库。

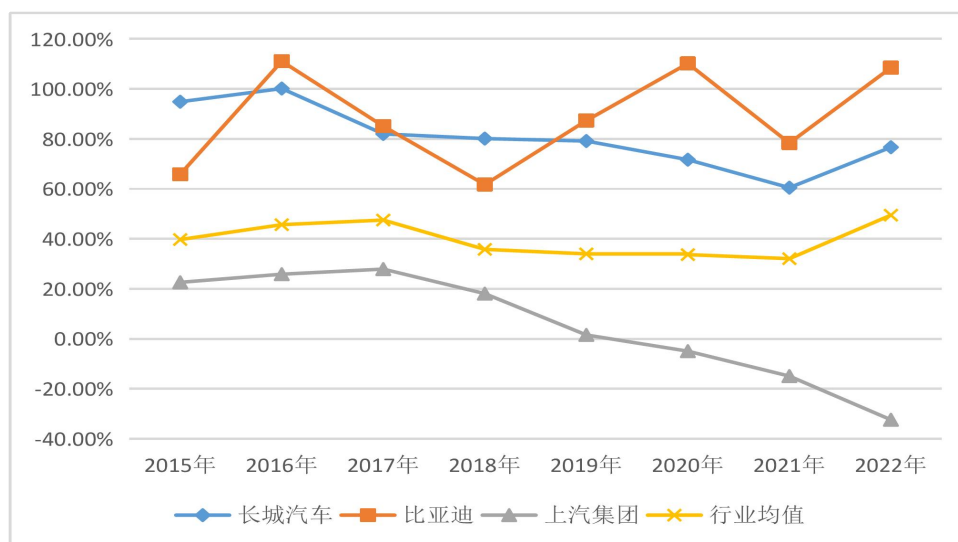


图 4.12 核心利润贡献率统计图

纵向来看，长城汽车在 2016 年取得核心利润贡献率最大值，达 98.22%，在 2018 年之前长城汽车该比率不断波动，但整体趋于稳定，在 2019 年-2021 年之间不断下降，并在 2021 年达到最低值 85.12%。总体上，之所以长城汽车核心利润贡献率高，经营活动获利水平高，主要是由于长城汽车产品结构持续改善，加快推出新车型，不断加强品牌产品系列阵容，进一步提升品牌销量增长，同时，长城汽车集中资源发展核心业务，从而提升企业的盈利能力。长城汽车皮卡车已连续二十一年稳居中国皮卡车销量第一，行业地位领先，售价较高的新产品占销售收入比重也在不断提升。

4.4.4 盈利的稳定性分析

(1) 资产负债率

根据表 4.25 和图 4.13，总体上看，三家企业资产负债率均高于行业均值，其中比亚迪最高。超出了资产负债率的合理区间，处于 60%~70%之间，而行业平均水平为 45%左右，上汽集团资产负债率在 2016 年-2020 年不断上升，但变动幅度不大；长城汽车总体呈现波动式上升趋势。2015-2017 年该比率上升，2018-2019 年该比例下降，处于 40%~60%区间内，处于正常水平，2020 年该比例上升，上升幅度最为明显，约 10%，虽为三家企业中的末位，但超过合理区间。在 2022 年该比例达到最大值 64.82%。资产负债率虽然可以获得一定的杠杆效用，但同时也带来财务风险，偿债能力下降，企业应当适当的关注该比例。

表 4.25 资产负债率统计表

	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
长城汽车	46.62%	48.70%	55.44%	52.87%	51.90%	62.77%	64.58%	64.82%
比亚迪	68.80%	61.81%	66.33%	68.81%	68.00%	67.94%	64.76%	75.42%
上汽集团	58.78%	60.20%	62.39%	63.63%	64.58%	66.28%	64.14%	66.03%
行业均值	45.00%	44.69%	42.80%	44.00%	44.84%	45.10%	44.84%	45.64%

资料来源：企业年报。

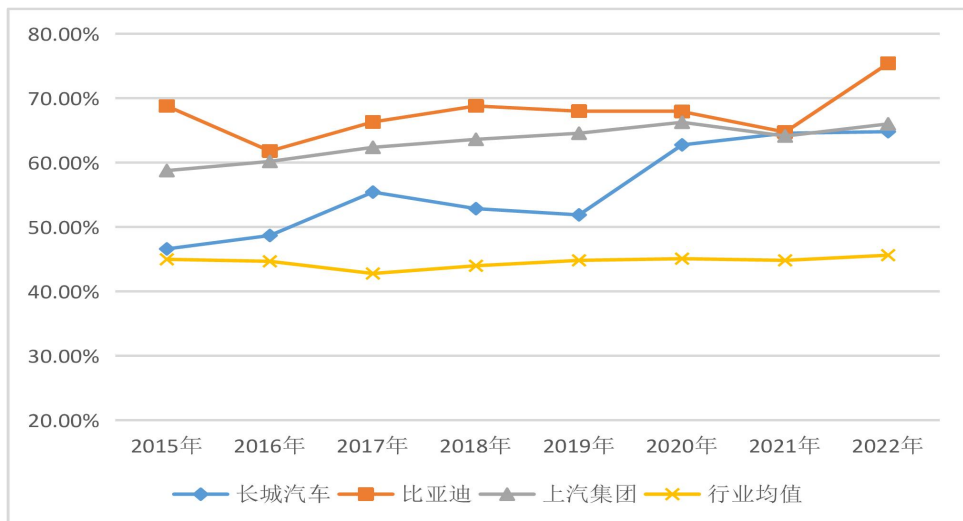


图 4.13 资产负债率变动趋势图

(2) 经营杠杆

表 4.26 及图 4.14 中展示了长城汽车、比亚迪、上汽集团及行业 2015 年-2022 年经营杠杆的变化情况。结合表 4.26, 长城汽车及上汽集团经营杠杆系数在小幅上升, 但仍低于行业平均水平。而比亚迪波动幅度相对较大。根据图 4.14, 可以看出长城汽车 2015 年-2019 年经营杠杆不断上升, 在 2020 年-2021 年有所下降, 到 2022 年上涨到 2019 年同期水平。2022 年长城汽车经营杠杆系数上涨主要是因为汽车行业面临芯片结构性短缺、动力电池原材料成本上涨、政治局势紧张等多方面不利因素影响, 导致企业经营风险增加。

表 4.26 经营杠杆统计表

	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
长城汽车	1.20	1.21	1.50	1.65	1.97	1.72	1.76	1.98
比亚迪	2.03	1.90	1.89	2.28	2.77	2.16	3.19	2.02
上汽集团	1.13	1.15	1.16	1.21	1.32	1.39	1.38	1.59
行业均值	1.65	1.71	1.61	2.47	2.13	2.51	2.16	2.40

资料来源: 国泰安数据库。

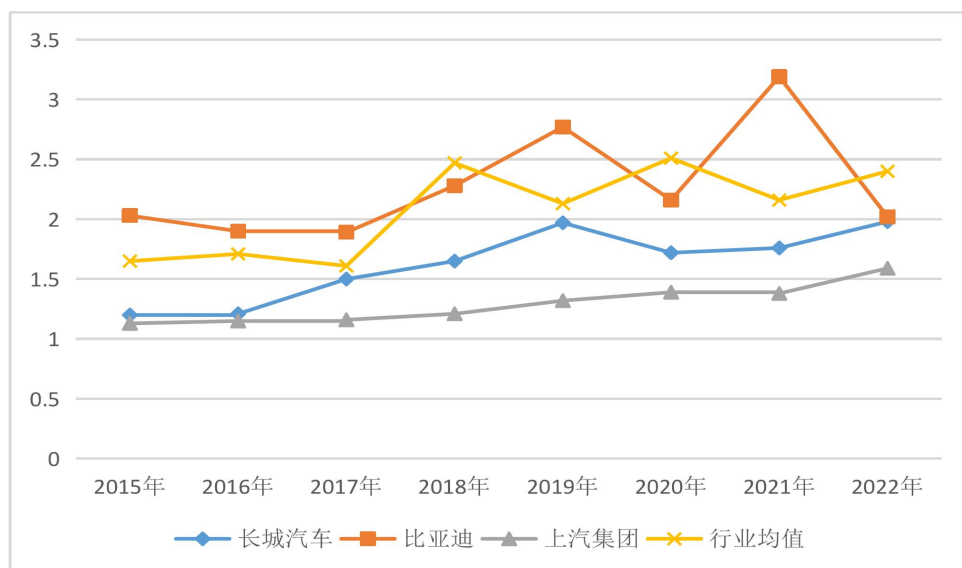


图 4.14 经营杠杆统计图

(3) 财务杠杆

表 4.27、图 4.13 中展示了长城汽车、比亚迪、上汽集团及行业 2015 年-2022 年间财务杠杆系数的变化情况。结合图表可知，比亚迪财务杠杆系数一直处于首位，且变动较大，财务风险较高；上汽集团整体趋于稳定，保持在 1 左右。而长城汽车位于三者中的第二。长城汽车财务杠杆系数总体变动趋势相对稳定，在 2015 年-2017 年几乎保持不变，2018 年略微下降，2019 年起再度上升到 2020 年达到最大值 1.06，低于行业水平。说明长城汽车总体上财务杠杆使用相对合理，维系在健康的财务安全弹性内，盈利质量相对稳定。

表 4.27 财务杠杆统计表

	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
长城汽车	1.01	1.00	1.02	0.92	0.93	1.06	0.94	0.72
比亚迪	1.38	1.19	1.41	1.68	2.24	1.55	1.40	0.92
上汽集团	0.99	0.99	1.00	1.00	1.00	1.01	1.01	0.97
行业均值	1.21	1.13	1.24	1.23	1.33	1.56	1.17	1.05

资料来源：国泰安数据库。

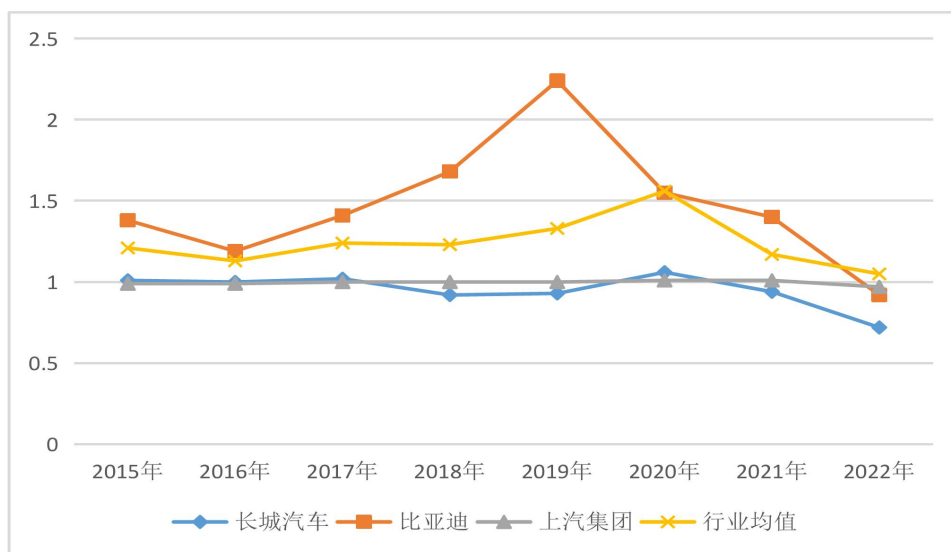


图 4.15 财务杠杆统计图

4.4.5 盈利的持续性及成长性分析

(1) 营业收入增长率

根据表 4.28 及图 4.16 可知, 长城汽车 2015 年-2022 年营业收入增长情况。整体上看, 三家企业 2015 年-2022 年营业收入增长率波动较大。比亚迪总体表现较好, 处于三家企业中的第一位, 在 2020 年-2022 年不断上升, 在 2022 年变化最为明显, 主要是由于政府补助退坡补贴的影响降低, 新能源汽车销量大幅上涨, 因此比亚迪销量提升。长城汽车在 2016 年-2017 年与比亚迪水平相近, 在 2018 年起不及比亚迪, 尤其是 2022 年, 比亚迪营业收入增长率是长城汽车的约 96 倍。长城汽车营业收入增长率在 2017 年-2019 年逐年下降, 并在 2019 年达到最低值-2.75%, 此时与比亚迪相差较小, 2020 年情况好转长城汽车营业收入增长率回升, 到 2021 年达到最大值 32.04%, 在 2022 年又大幅下降, 尽管如此, 长城汽车近三年营业收入仍在不断增长, 但是增长量变动较大, 说明长城汽车的发展潜力还有待提升。

表 4.28 营业收入增长率统计表

	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
长城汽车	21.35%	29.61%	2.08%	-2.68%	-2.75%	8.62%	32.04%	0.69%
比亚迪	37.48%	29.32%	2.36%	22.79%	-1.78%	22.59%	38.02%	96.20%
上汽集团	5.53%	12.83%	14.97%	3.46%	-6.88%	-12.52%	5.10%	-5.12%
行业均值	11.37%	24.70%	33.75%	271.4%	7.51%	8.80%	22.85%	14.01%

资料来源: 企业年报及国泰安数据库。

长城汽车营业收入增长率在 2020 年及 2021 年上涨的原因是 2020 年-2021 年长城汽车销量大增。2020 年长城汽车累计销量同比增长 5.41%。按车辆用途看, 长城汽车乘用车出口量同比增长 4.8%; 按品类来看, 长城 SUV 出口同比增长 10.62%, 轿车中的新能源汽车出口接近 7 万辆, 同比增长 89.4%; 海外市场汽车销量屡创新高。按品牌来看, 哈弗品牌全球累计销量超 650 万辆, 连续第 11 次夺得中国 SUV 市场年度销量冠军; 魏牌成为首个销量累计 40 万辆的中国豪华

SUV 品牌；长城皮卡国内销量同比增长 42.37%，出口同比增长 7.78%，再度成为国内、出口销量第一，欧拉品牌则稳居新能源行业第一阵营。因此 2020 年长城汽车营业收入大增，说明企业产品具有较强的竞争优势，发展空间大。

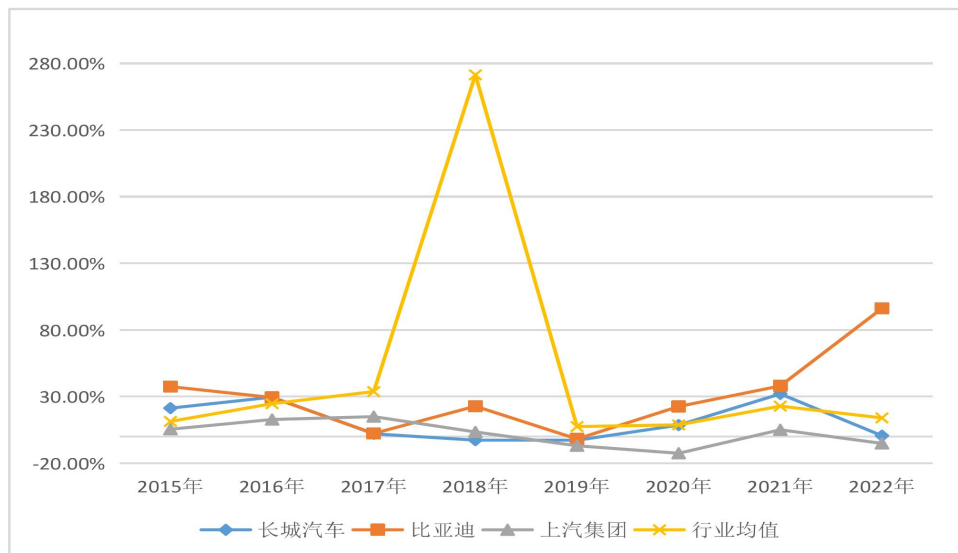


图 4.16 营业收入增长率趋势图

2021 年长城汽车全年营业收入创历史新高，同比增长 32.04%。从业务类型看，2021 年长城汽车销售汽车收入达 121,307,151 千元，同比增长 14.89；销售零配件营业收入达 6,872,137 千元，同比增长 33.67%；销售模具收入达 2,197,719 千元，同比增长 78.29%；提供劳务收入达 3,061,219 千元，同比增长 13.74%。其中汽车累计实现销量同比增长 14.79%，海外销量达 13.99 万辆，同比增长高达 102.98%；贡献最大的是轿车中的新能源汽车，销量同比增长 137.29%。从车型来看，皮卡销量同比增长 146.23%，SUV 国内销量同比增长 4.32%，出口销量同比增长 91.79%，轿车主要以内销为主，销量同比增长 140.68%，从市场来看，长城汽车 2021 年内销实现 1,141,060 辆，同比增长 8.99%，出口销量实现 139891 辆，增长率达 102.98%。2022 年该值较低，表明长城汽车 2022 年主营业务情况不佳，发展受限。

(2) 可持续增长率

根据表 4.29 及图 4.17 可知长城汽车、比亚迪、上汽集团及行业可持续增长率的变动情况。整体来看，三家企业均高于行业均值，说明三者均具备一定的发

展潜力。长城汽车 2015 年-2016 年可持续增长率处于增长阶段，2016 年达到最高值 18.4%，在 2017 年大幅下降，两年中仍处于下降状态，2020 年-2022 年呈波动式上升，2017 年-2022 年间趋势与比亚迪几乎一致。而上汽集团总体上呈现波动式下降趋势，在 2022 年达到最低值 5.96%。而比亚迪在三者中处于末位，波动较大。

表 4.29 可持续增长率统计表

	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
长城汽车	11.78%	18.40%	7.63%	5.19%	4.31%	10.32%	5.62%	9.44%
比亚迪	9.54%	7.77%	8.18%	5.20%	3.22%	9.53%	3.64%	13.45%
上汽集团	13.50%	12.31%	10.45%	13.42%	9.07%	7.62%	8.58%	5.96%
行业均值	6.04%	6.60%	6.77%	3.50%	1.11%	0.52%	1.39%	1.26%

资料来源：国泰安数据库。

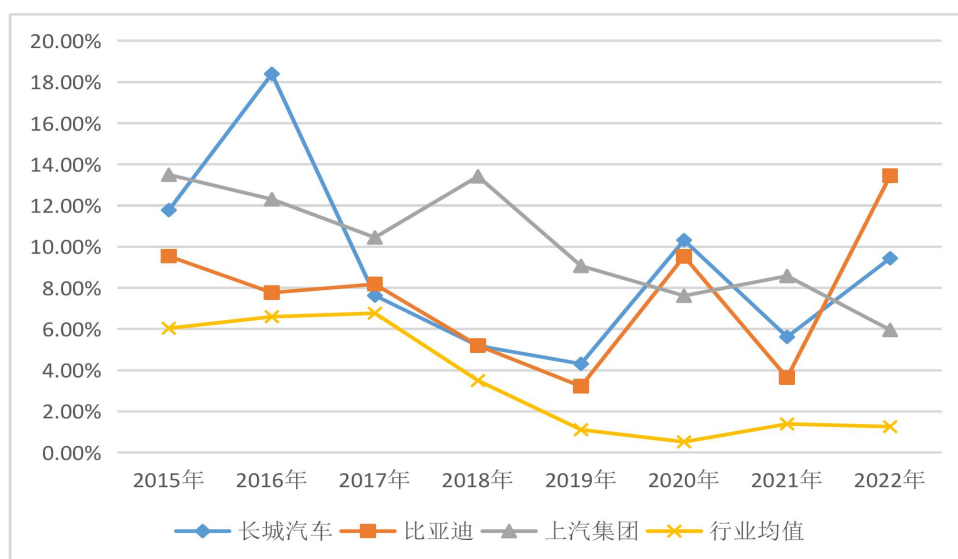


图 4.17 可持续增长率统计图

4.5 长城汽车盈利质量评价结果

结合学者理论，从获利性、收现性、结构性、稳定性、持续性及成长性 5 个维度构建影响盈利质量指标体系，并采用熵权法、灰色关联模型实证分析各因素

与长城汽车盈利质量的关联程度，得出影响长城汽车盈利质量的重要因素及长城汽车盈利质量最优及最差年份，与同行业的比亚迪、上汽集团及行业均值进行对比，研究结果表明：

一是从熵权法计算的指标权重系数来看，获利性、收现性、稳定性是影响长城汽车盈利质量的关键因素，其中获利性影响力相对最大。对比之下，结构性、持续性及成长性影响力则稍弱。而从单个指标权重系数来看，总资产收益率、销售净利率、营业利润率、营业收入增长率、毛利率、核心利润获现率所占的权重都比较大。

二是从整个指标系统的灰色关联度看，得出了 2015 年-2022 年长城汽车盈利质量年份排名。系统关联度高，说明该年度长城汽车盈利质量水平较高。其中 2016 年关联度最高，2022 年关联度最低，2021 年-2022 年与 2020 年水平基本相当。即长城汽车 2016 年盈利质量最高，在 2022 年处于最低水平。

三是从长城汽车与比亚迪、上汽集团盈利质量的具体指标及行业均值对比分析来看，在获利性方面，长城汽车的盈利能力不断波动。2022 年各项指标均出现小幅度上升，尤其是成本费用利润率上升说明长城汽车获取利润所付出的成本费用增加，且其 2022 年 SUV、皮卡及轿车销量出现不同程度下降。盈利的收现性方面，长城汽车获现率降低，其核心利润获现率，营业利润获现率及盈余现金保障倍数整体上均低于比亚迪，应收账款逐年增加，回款周期长。盈利的结构性方面，长城汽车核心利润贡献率虽高于行业均值，但与比亚迪相比仍存在一定差距，且长城汽车非经常性损益率相对高，公允价值变动收益占比高。盈利的稳定性方面，长城汽车经营杠杆、财务杠杆相对稳定，但资产负债率近年来超出合理区间。盈利的成长性及可持续性方面，长城汽车 2022 年营业收入增长率有所降低，与比亚迪差距较大，可持续性较差。

5 长城汽车盈利质量提升建议

从前述分析中可以发现，盈利的获利性指标、收现性指标、结构性指标、稳定性指标及持续性和成长性指标来对长城汽车的发展较为重要。且长城汽车在其五个方面中分别存在各自的问题，针对发现的问题，本文将提出自己见解，期望能够改善长城汽车现状，提升盈利质量，同时也为类似企业提供一些参考。

5.1 提高主营业务获利能力

根据前述分析，发现长城汽车总资产净利率、销售净利率都在小幅上升，且高于行业均值及其他两家企业，净资产收益率被比亚迪赶超，毛利率也只是刚超过行业平均水平，且2022年长城汽车SUV、皮卡及轿车销量均有不同程度的下降，且长城汽车销售整车产生的收入下降，从地区来看，国内收入下降。主营业务是一个企业重要的经济活动构成，作为一家以整车制造与销售为主的企业，长城汽车应当重点提高汽车销售量，从而提高长城汽车整车销售业务的收入。

首先，确保海外销售的增长质量。由于长城汽车海外市场的逐步打开，长城汽车海外市场收入不断提升，为长城汽车的毛利率贡献了巨大力量。因此长城汽车要想持续提高盈利能力，需要扎实推进生态出海，继续深耕海外优势市场。第一，进一步完善全球生产布局及海外产品矩阵，继续保持在澳大利亚、南非、沙特、智利等地的领先地位。第二，凭借全球化智能科技新产品优势，积极开拓海外新市场，持续攻坚欧洲等高势能市场。第三，联合合作伙伴，加速海外本地化生产布局积极推动本土化生产，推进各地工厂新项目的签约和投产，走出一条“整车制造+供应链体系”出海新路。

其次，提升高价值车型占比，推进品牌向上。长城汽车应当深耕研发领域，充分发挥森林式生态体系的战略支撑作用，推进前瞻技术研发与落地。全面发力智能新能源，加速产品结构优化，聚焦于高价值智能新能源产品。推进高价值车型上市，增强长城汽车品牌价值，增强企业持续性及成长性。提高20万元以上车型的销售占比，同时提高长城汽车产品单价，从而提高长城汽车销售净利率及毛利率，提升长城汽车的获利能力。

最后，重视品牌营销。结合上述相关建议，企业需要以产品质量为基础，与

线上产业结合，通过营销宣传强化消费者对高端智能新能源品牌形象的价值感知，提高新品销量。可以根据不同国家的地形地貌推出多场景试驾理念，展现长城汽车的产品性能；同时结合不同品牌的品牌理念，采用不同的造型与设计，如长城汽车旗下哈弗大狗除了在造型上采用硬派越野+复古元素之外，其车名由“网友”决定，这一接地气的营销方式进一步增加了用户对企业的认可度，提高用户和企业之间的粘合度。积极参与各大车展，提供车型体验服务，以渠道焕新重塑用户体验。或者利用公益营销，充分利用长城汽车的民族自主品牌影响力，使消费大众更加注意企业品牌，有利于汽车的销售来提高企业盈利能力。

5.2 加强成本费用控制

近几年，长城汽车的多项盈利性指标均呈现出波动式上升的趋势，且上升幅度不大，企业整体盈利水平不高。通过分析发现，长城汽车盈利低的年份很大部分原因是由于成本的变动。具体看，近年随着销量的扩大，原材料价格的上涨，长城汽车营业成本扩大；且2022年长城汽车成本费用利润率高于行业平均水平及其他两家企业，获取报酬的代价大，管理费用、销售费用、研发费用金额也在不断上升。因此长城汽车进行有效的成本控制可以提高公司在同行业中的竞争力，提高企业的盈利能力。可以从以下方面降低成本：

第一，建立完善的存货管理制度。根据前文对长城汽车2015-2022年存货状况的分析发现，长城汽车近年来存货规模扩大，其周转率在逐年下降，长城汽车存货周转较慢，企业营运效率低。企业可以建立完善的存货制度，长城汽车可以通过建立一体化信息系统实现成本的动态监控，通过系统与供应链上下游建立联动，及时感知市场需求变动，通过系统实时更新国内外市场销量及各品牌车型销量，根据销量及时调整自身库存水平，进行合理订货与生产策略，淘汰落后产品，从而减少库存占用，提高周转率降低企业成本。

第二，优化产品生产流程。近年来，长城汽车逐渐走出国际市场，销量不断扩大，且在激烈的竞争环境下，芯片短缺，原材料价格不断上涨，导致长城汽车营业成本不断上升。因此长城汽车可以通过企业价值链的分析，对长城汽车产品从设计、研发、生产到销售的全过程进行价值链分析，对各个阶段的成本和收入进行归集，改进原有产品的生产环节，对于高附加值的环节进行优化保持，对于

低附加值的环节进行减少和淘汰，从而减少企业不必要的成本，降低企业成本费用利润率，提高盈利能力。

第三，建立多元化供应商关系。供应链管理也是降低企业成本的一种重要方式。长城汽车可以通过与多个供应商建立合作关系，事前通过了解供应商的生产能力、技术水平及市场声誉等选择合适的供应商，但不能仅依赖单一供应商，通过与多个供应商合作，结合企业建立的信息化系统，实时更新企业的库存状况。由于原材料的质量、供应周期定期及价格等都会影响企业的成本，因此长城汽车应定期对供应商的原材料质量、交货期等进行评估，关注各供应商的生产动态；与多个供应商建立合作关系，不仅有利于长城汽车进行议价，选择性价比最高的原材料作为零部件的目标成本，同时可以降低由于原材料供应问题而导致企业出现生产断裂风险。

5.3 建立信用评估体系

现金流对企业的发展至关重要，企业如果缺少现金，易产生资金断裂的风险。企业获取现金的途径主要依靠日常的经营活动产生的现金流，而投资和筹资活动获取的资金金额较大，但产生的现金流相对较慢。

根据对前文长城汽车应收账款及企业的获现性维度分析，发现长城汽车经营活动产生的现金流更为重要，但是长城汽车为增加销量，大量运用信贷销售，企业应收账款逐渐增加，经营活动现金流在 2022 年出现明显下降，加之长城汽车应收账款周转率在 2022 年出现较为明显下降，说明其回款周期长，变现能力差。因此要提高长城汽车的盈利质量，需要建立信用评估体系，加强应收账款管理控制。

一方面，建立完善的客户信用体系及资信档案，根据客户的历史交易记录、财务状况、行业声誉等对客户的信用等级进行划分，可以对不同等级的顾客设定不同的支付策略和条件。同时对于客户的信息要通过信息化系统及时更新，定期对双方达成的交易金额进行检查对账，确保账目清晰。同时针对不同信用等级客户制定信贷政策，预计可能发生的坏账，并采取不同的催账策略和奖惩机制，便于企业应收账款的收回，减少资金占用。

另一方面，建立风险预警系统，加强对应收账款的风险评估。可以将风险预

警系统与企业信用评估系统相结合，定期对应收账款进行风险评估，针对不同客户的不同信贷周期进行识别，当客户出现逾期、拒付等行为时，及时发出预警，并采取相应的催款策略。可以在必要时运用法律武器，及时收回企业账款。同时对于确实难以收回的账款及时进行坏账处理，减少企业损失。

5.4 加大研发投入力度

通过对长城汽车盈利的结构性维度分析发现，长城汽车扣非加权平均净资产收益率虽高于行业平均水平，且在 2022 年有所提升，但近年来与龙头企业比亚迪相比仍处于较低水平；非经常性损益比率近年来增速迅猛，远超行业均值及比亚迪和上汽，说明非经常性损益比率对于长城汽车利润影响较大，可能高估企业的价值，其中政府补助在不断增长，因此要培育出自身发展能力，将核心放到主营业务的获利上，减少对政府补助的依赖；核心利润贡献率虽高于行业均值，但自 2019 年起与比亚迪相比仍存在较大差距，长城汽车核心业务获利能力还有待加强，因此要加强在新能源汽车领域的研发投入，提高对政府补助资金和技术的利用效率，提高其核心业务汽车销售及新能源汽车的核心竞争力。

首先，长城汽车要提高对国家政策变动的重视程度，根据国家政策导向及行业环境变化，针对不同品牌不同车型实施差异化战略，从而实现全品类全覆盖满足不同群体需求，这就要求长城汽车优化研发资源配置，加大对于爆款车型的打造及高价值车型的研发投入，从而激发出企业的市场竞争力，实现长期高质量发展。而政府补助的直接作用为提升研发效率，因此长城汽车应对政府补贴进行合理规划利用，用较少的投入获取有效产出，提升政府补助使用效率。

其次，长城汽车可以加强与国外品牌联动，学习国外车企的新能源技术，开发更多符合当今时代主题的高价值智能新能源产品，通过多品类、多动力组合的战略满足更多市场需求，实现全场景、全品类覆盖，实现长期主义高质量发展。

5.5 加强资产负债管理

通过对长城汽车稳定性维度指标的分析发现，近年来长城汽车资产负债率不断上升，高于行业平均水平且超出了合理的范围区间，因此长城汽车应加强对资产负债的管理，保证利润结构的稳定性。

长城汽车可以通过严格的资产负债管理，优化资产结构和负债结构，减少负债风险。首先可以制定资产负债管理制度，加强对资金流稳定安全的管理。定期进行资产负债清查，编制资产负债管理变动报告，对于企业资产负债的增加减少做好合理登记，了解资产的价值及负债的来源和风险，通过对资产负债的分析制定合理的策略，提高对资产的合理配置并优化负债结构，从而降低风险。其次，加强风险管理。长城汽车可以加强内部控制及资产负债的监控机制，实时监控资产和负债的变化。对于变动较大的项目及时关注并进行风险识别，并对所发现的风险进行评估，分析资产负债的变化原因及影响，提高风险防范能力。

6 研究结论与展望

6.1 研究结论

本文以盈利质量理论为基础，以长城汽车为研究对象，比亚迪和长安汽车为对比企业从盈利的获利性、收现性、结构性、稳定性和持续及成长性五个维度出发构建盈利质量评价体系，运用熵权法进行指标权重计算，在此基础上运用灰色关联分析法长城汽车盈利质量关联度的计算与排名，通过具体指标分析发现长城汽车在盈利质量方面存在的问题，并据此提出可行性意见，期望改善长城汽车盈利问题，提升盈利质量。

(1) 熵权法及灰色关联分析法具有必要性。一方面，熵权法与灰色关联分析法相结合更加客观；另一方面，两种方法的操作均相对简单，而且对硬件的要求也比较低，均可以采用 EXCEL 进行计算。

(2) 通过对长城汽车盈利质量综合评价，发现长城汽车存在以下问题：一是盈利性方面：长城汽车 SUV、皮卡及轿车销量出现不同程度下降，获取报酬代价较大，整体盈利水平不高；二是获现性方面：经营活动产生收入变现慢，核心利润获现率低，盈余现金保障倍数低等为增销量大量赊销，应收账款逐年增加，回款周期长；三是结构性方面：非经常性损益率相对高，与龙头企业相比核心利润贡献率低；四是稳定性方面：近年来资产负债率超过 60%的合理区间。

(3) 针对长城汽车盈利质量方面存在的问题，本文的建议从以下几方面入手，第一，提高企业的盈利能力，从确保海外销售增长质量、推进高价值车型占比及品牌营销三方面入手。第二，加强成本费用控制，包括完善存货制度、优化产品生产流程及建立多元化供应商关系。第三，加强应收账款管理，建立信用评估体系。加速资金回笼，提高资金使用效率。第四，保持企业的盈利结构，加强主营业务竞争能力。就需要首先发挥主营业务竞争力，提高政府补助资金的利用程度，加大研发重视程度，提高产品竞争力，利用政府补助的相关资金和各项技术支持，以增强自身的“硬实力”。第五，加强资产负债管理，优化债务结构，减少利息支出的规模，增强资产负债结构的匹配度，降低企业风险，提高利润稳定性。

6.2 展望

本文在撰写过程中查阅相关文献,发现运用熵权法及灰色关联分析法对汽车行业单个企业的盈利质量的研究不全面,因此本文对盈利质量的研究可能存在不足,基于此,本文提出了以下几点未来的研究重点:

(1) 指标的选取有待完善。本文仅选取 20 个财务指标评价长城汽车的盈利质量,未来在研究盈利质量时可将财务指标与非财务指标结合。

(2) 样本的数量有待扩充。文章采用熵权法和灰色关联分析,以比亚迪、上汽集团和行业均值作为对比,对长城汽车盈利质量进行探究,可以在之后的研究中扩展样本数量,更好的分析新能源汽车行业指标权重及关联度排名,从而分析新能源汽车行业企业的发展状况。

参考文献

- [1]Ahmed I E. The Qualitative Characteristics of Accounting Information, Earnings Quality, and Islamic Banking Performance: Evidence from the Gulf Banking Sector [J]. International Journal of Financial Studies, 2020,8(2):30.
- [2]Anthony Persakis, George Emmanuel Iatridis. Earnings quality under financial crisis: A global empirical investigation[J]. Journal of Multinational Financial Management,2015,30.
- [3]Chi-Hsiou D. Hung, Yuxiang Jiang, Frank Hong Liu, Hong Tu. Competition manipulation? An empirical evidence of determinants of the earnings persistence of the U.S. bank[J]. Journal of Banking and Finance,2018,88.
- [4]Dan Givoly, Carla K. Hayn, Sharon P. Katz. Does Public Ownership of Equity Improve Earnings Quality?[J]. The Accounting Review,2010,85(1).
- [5]Evangelos C. Charalambakis, Ian Garrett. On corporate financial distress prediction: What can we learn from private firms in a developing economy? Evidence from Greece[J]. Review of Quantitative Finance and Accounting,2019,52(2).
- [6]Francis J, Nanda Dhananjay, Olsson Per. Voluntary Disclosure, Earnings Quality, and Cost of Capital: disclosure and earnings quality[J]. Journal of Accounting Research,2008,46(1).
- [7]Giulia Baschieri, Andrea Carosi, Stefano Mengoli. Does the earnings quality matter? Evidence from a quasi-experimental setting[J]. Finance Research Letters,2016,19.146-157.
- [8]Hao Hong. Analysis of the Correlation between Internal Control and Earnings Quality based on ERP[J]. Internal Journal of Intelligent information,2020(5).
- [9]Ilia D. Dichev, John R. Graham, Campbell R. Harvey, Shiva Rajgopal. Earnings quality: Evidence from the field[J]. Journal of Accounting and Economics,2013,56(2-3).

- [10] Lazaridis Tryfonidis, D. Relationship Between Working Capital Management and Profit ability of Listed Companies in the Athens Stock Exchange[J]. Journal of Financial Management and Analysis,2015,(19):1-9.
- [11] Mauricio Melgarejo. The impact of corporate governance on earnings quality: evidence from Peru[J]. Journal of Accounting in Emerging Economies,2019,9(4).
- [12] Mohammed Adel Elzahaby. How firms' performance mediates the relationship between corporate governance quality and earnings quality?[J]. Journal of accounting emerging Economies,2021(2).
- [13] Panagiotis G. Artikis, Georgios A. Papanastasopoulos. Implications of the cash component of earnings for earnings persistence and stock returns[J]. The British Accounting Review,2016,48(2).
- [14] Patricia M. Dechow, Ilia D. Dichev. The Quality of Accruals and Earnings: The Role of Accrual Estimation Errors[J]. The Accounting Review,2002,77
- [15] Perotti Pietro, Wagenhofer Alfred. Earnings Quality Measures and Excess Returns[J]. Journal of business finance & accounting,2014,41(5-6).
- [16] Rajesh Pathak, Ranajee. Earnings quality and corporate pay out policy linkages: An Indian context[J]. North American Journal of Economics and Finance,2020,51.
- [17] Ralf Ewert, Alfred Wagenhofer. Economic Relations Among Earnings Quality Measures[J]. Abacus,2015,51(3).
- [18] Stephen H. Penman, Xiao-Jun Zhang. Accounting Conservatism, the Quality of Earnings, and Stock Returns[J]. The Accounting Review,2002,77(2).
- [19] 陈涛,赵婧君.政府补助、研发投入与盈利质量研究[J].工业技术经济,2020,39(05):91-99.
- [20] 杜雪华,许黎莉.资产减值结构对盈余质量的影响研究[J].财会通讯,2017(30):13-18.
- [21] 符刚,蒋忆明,唐滔智.基本财务信息、盈利质量与可持续发展能力[J].财会月刊,2006(36):55-56.
- [22] 高彦彬,阮非凡.制药类上市公司利润质量评价——以 HM 股份有限公司为例[J].会计之友,2018(22):83-86.

- [23]古朴,翟士运.监管不确定性与企业盈余质量——基于证监会换届的准自然实验[J].管理世界,2020(12):186-202.
- [24]管亚梅,陆静娇.先进制造业上市公司收益质量评价与经营效益的相关性研究——以苏锡常为例[J].南京财经大学学报,2017(05):58-69.
- [25]韩建丽,白建勇.汽车行业上市公司盈利质量研究[J].财会通讯,2014(14):53-55.
- [26]韩金红,徐传鑫.产业政策与企业盈余质量[J].上海金融,2021(11):44-60.
- [27]胡楠,邱芳娟,梁鹏.竞争战略与盈余质量——基于文本分析的实证研究[J].当代财经,2020(09):138-148.
- [28]黄维模,薛焕霞,刘博.上市公司盈利质量实证分析——以陕西省为例[J].财会通讯,2012(32):44-45.
- [29]贾榕泉.利润质量评价方法研究——上市公司利润质量研究[J].山东省农业管理干部学院学报, 2009.5.
- [30]蒋红,孔荣,戴薇.IPO 公司利润质量影响因素的实证分析[J].科技管理研究,2012,32(08):111-114.
- [31]焦爱英,王秋云,张昭.基于熵权法-GRA 的企业盈余质量评价研究——以 17 家房地产上市公司为例[J].中国房地产,2021(21):33-38.
- [32]金婉珍.上市公司盈利质量的识别方法——现金流量表分析[J].财会通讯,2004(05):50-51.
- [33]李海燕.基于因子分析法的上市公司利润质量评价[J].会计之友,2012,(20):66-68.
- [34]李慧,高玮,李志.“一带一路”企业盈利质量综合评价模型构建及应用[J].财会通讯,2020,(17):93-97.
- [35]李慧,温素彬,焦然.基于盈利质量的 DANP 变权财务预警模型[J].系统工程理论与实践,2019,39(7):1651-1668.
- [36]李荣锦,雷婷婷.基于熵权 TOPSIS 法的企业盈余质量评价研究——以房地产上市公司为例[J].会计之友,2019(24):72-78.
- [37]李世辉,曾辉祥,徐越.上市公司盈利持续性及其影响因素——以机械、设备及仪表行业为例[J].财会月刊,2016(12):26-30.
- [38]李树彬.基于上证 50 指数的公司利润真实性分析[J].财会通讯,2011(26):18-19.
- [39]刘莉.透过现金流分析企业盈利质量——基于上市公司面板数据[J].商业会计, 2020(12):67-70.

- [40]刘敏.上市公司利润质量的现金流量分析新视点[J].山东工商学院学报,2009,23(02):82-84.
- [41]刘攀,冯长焕.灰色关联因子分析法在综合评价中的应用——以企业盈利能力综合评价为例[J].黑龙江工业学院学报(综合版),2017,17(09):62-65.
- [42]龙子午,袁亮.利润质量的四大影响因素浅析[J].中国乡镇企业会计,2007(05):36.
- [43]鲁爱民,周丽娜.基于现金流量的上市公司利润质量评价研究[J].北方经济,2012(12):82-83.
- [44]伦淑娟.多元化战略下企业财务风险与控制以恒大地产为例[J].财会通讯,2018(32):118-121.
- [45]马广奇,王瑞.资本市场开放与公司盈余质量——基于沪深港通的准自然实验[J].哈尔滨商业大学学报(社会科学版),2021(04):3-16.
- [46]马琰琪.零售业上市公司利润质量分析[J].中国管理信息化,2019,22(11):27-29.
- [47]潘可可.人工智能企业盈利质量分析——以科大讯飞为例[J].中国市场,2018(18):189-190.
- [48]钱爱民,张新民.企业财务状况质量三维综合评价体系的构建与检验:来自我国A股制造业上市公司的经验证据[J].中国工业经济,2011(3):88-98.
- [49]宋晓玲,杜美杰,刘莎莎.上市公司盈余质量评估模型的构建及实证分析[J].财会月刊,2016(33):37-42.
- [50]王本运,杨方文.质量视角下上市公司利润稳定性评价体系构建[J].财会通讯,2012(20):88-89.
- [51]王月.资产负债表观下利润结构质量分析体系的构建[J].商业会计,2009(08):18-19.
- [52]谢海娟,刘晓臻.公司治理如何影响企业盈利——基于内部控制中介、调节效应的实证分析[J].财会月刊,2018(02):94-104.
- [53]许慧.H企业利润质量研究[D].江苏大学,2018.
- [54]徐鹏.企业社会责任会影响盈余质量吗? [J].财会通讯,2021(03):55-58.
- [55]许阳,张悻洵,张小有.基于AHP-熵权法下企业盈利能力评价体系分析——以南方黑芝麻集团为例[J].技术与市场,2023,30(02):147-151.
- [56]颜洁,李志益.大股东数量与企业盈余质量的关系研究[J].财会通讯,2022(02):59-63.

- [57] 闫绪奇,高雨.中国上市公司资产质量对盈余质量影响的实证分析[J].宏观经济研究,2018(05):84-93.
- [58] 杨方文,田苗.公司利润质量研究综述与评价[J].财会通讯,2010(36):46-50+161.
- [59] 杨方文,田苗,李荔.基于上证 50 指数公司利润稳定性的实证分析[J].财会通讯,2011(02):45.
- [60] 喻凯,刘超.企业增长速度与盈利质量相关性研究——基于中国制造业上市公司的证据[J].新会计,2013(04):1-3.
- [61] 袁康来,邓莎莎.湖南上市公司利润质量分析[C].湖南省管理科学学会.人文科技发展与管理创新,2009:125-135.
- [62] 袁卫秋.营运资本管理效率对企业盈利水平和盈利质量的影响研究[J].河北经贸大学学报,2015,36(02):62-66.
- [63] 张金泉,温素彬,李慧.盈利质量综合评价模型构建与应用——基于多维度盈利能力的分析[J].会计之友,2023(11):147-153.
- [64] 张佩.双重监管、董事会治理与盈余质量[J].财会通讯,2021(01):72-75.
- [65] 张新民,王秀丽.企业财务状况的质量特征[J].会计研究,2003(09):35-38.
- [66] 张艳秋.浅析利润质量的影响因素和提升方法[J].商业时代,2006(18):42+46.
- [67] 赵宇航,田宇辰.基于核心利润的盈利质量评价方法及应用研究[J].中国商论,2022(19):139-141.

后 记

时光蹉跎，岁月如梭，三年的研究生生活穿指而过，是结束也是开始。回首往昔，心里五味杂陈，百感交集。

桃李不言，下自成蹊。感谢我的导师雒京华老师。跟雒老师初识于本科的课堂，老师渊博的知识及优秀的执业经历让我充满向往，义无反顾的加入老师的师门。步入研究生生活以来，老师一直扮演着传道授业解惑的角色，她认真执着的态度始终影响着我的学习和生活。我参加过的每场比赛都离不开老师的认真指导，获得的每个荣誉都离不开老师的鼓舞。在老师的鼓励下，我一次又一次突破自己，挑战自我，也是老师的安慰让我能更加勇敢的承受压力，面对困难不言弃。除此之外，小论文的发表，毕业论文的选题、开题、论文的撰写无不倾注着老师的心血。承蒙老师教诲，不胜感激。

春晖寸草，难以回报。感谢父母永远无条件支持与关心。感谢父母在背后默默无闻的付出，让我能快乐无忧的成长；是父母的信任给我无尽的底气，让我大胆的做每一个决定，见证了每一个不同的自己。

愿岁并谢，与友长兮。感谢一路走来遇到的每一个朋友。不论是同学、舍友还是师门的师兄师姐，师弟师妹，他们的陪伴与温暖让我的生活充满意义，三年虽短，但我们不断见证彼此的成长，成为最好的彼此，未来顶峰相见。

最后，我也要感谢自己。感谢曾经为了梦想孤身来到兰州的自己，感谢遇到困难从来没有放弃努力的自己。所有曾经崩溃煎熬迷茫的时刻只为成就今天的我，曾经走过的每一步都算数，前路漫漫亦灿灿，未来的日子里希望依旧怀揣赤诚真心，成为更好的自己。

行文至此，感恩所有！祝愿母校越来越好！