

加餐：商业模式分析是如何影响了巴菲特的投资理念



加餐内容，仅作案例分析使用，不做投资建议，市场有风险，投资需谨慎

通过这些天的学习，相信同学们已经对于商业模式有了一定的认知了。不少同学的感悟里说，这几节课听下来已经对于投资有了全新的理解 🇮🇹👍

我们发现，以前我们的投资思路，是通过一家公司过去的财务数据分析与护城河等因素分析，找到现在被低估的好公司，然后买入，赚取价值回归的钱和部分企业成长的钱（由于大多投资的都是成熟期公司）👉

因此在过去的投资理念中，我们不断给大家强调“好价格”这个安全边际的重要性，并且也强调，最好不要碰“周期股”这类股票 ✕

严格按照以前我们的投资标准进行投资，实际上是非常稳健的投资方法，也能获得较好的收益 💰

但同学们在实操过程中往往会产生很多问题🤔

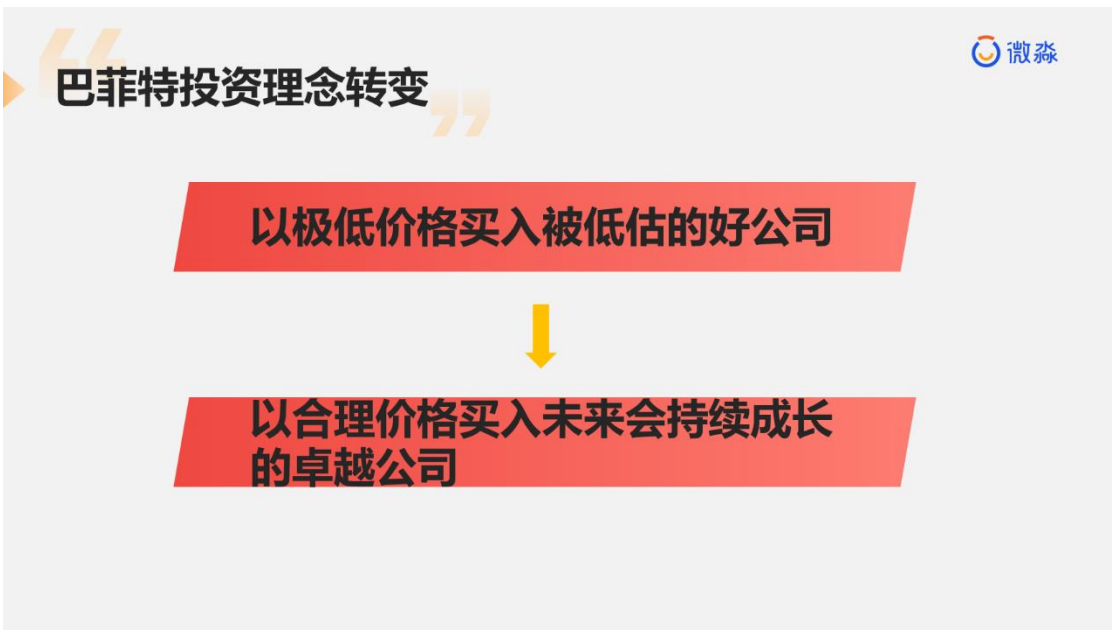
很多优秀的企业迟迟等不到好价格；很多此前数据极其优秀的公司，之后突然业绩急转直下；还有大量企业前几年可能财务数据并不突出，但突然迎来了爆发式增长，从而导致股价大幅度上涨📈

为什么会这样呢？🤔

如果想要获取这类问题的答案，我们无法从过去的数据中进行分析，只能看向企业的未来，也就是要深入到企业的生意逻辑

中，深入分析企业的商业模式。也就是我们通常说的“看未来” 🔭

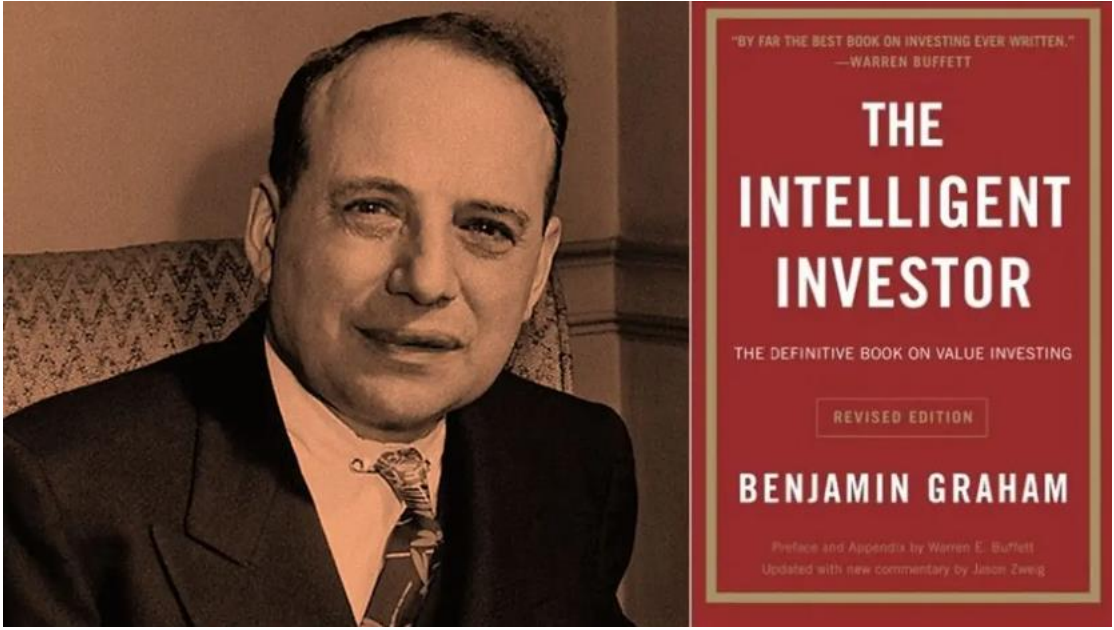
✳️而这实际上也是一次投资策略和方法的系统升级，商业模式分析将我们的投资理念从“以极低价格买入被低估的好公司”转变为“以合理价格买入未来会持续成长的卓越公司” 💡



这一投资策略的转变，实际上也是著名投资家巴菲特在投资上的转变过程

我们来看一下，巴菲特是如何进行投资的，以及他的投资理念经历过哪些变化，看看可以让我们学习到哪些经验 🗨️

巴菲特早年师从格雷厄姆，格雷厄姆有着“华尔街教父”的美誉，其所著的《证券分析》和《聪明的投资者》被众多投资者奉为圭臬，推崇备至



格雷厄姆的方法其实就是：重视对公司财务数据的定量深入分析，发掘寻找价值被严重低估的廉价股票 📄

格雷厄姆为什么会有这样的投资理念呢？我们需要还原到真实的历史当中，去看这个理论的时代背景

格雷厄姆出生于 1894 年，正值美国经济繁荣阶段，这个阶段的美股股票市场开始兴起，大量优质公司上市

而这个时期的美国股票市场几乎纯粹是一个投机市场，当时华尔街有很多资本家专门就是搞股市操纵的，价格操纵、贿赂法官等等现象层出不穷，中小投资者要不就是跟风炒作，要不就是被人鱼肉

19 世纪末和 20 世纪初，美国开始超过英国成为世界第一经济强国了。所以从这个时段到 1929 年，美国经济和股市空前繁荣，自由贸易开始扩大，各种发明技术层出不穷，也涌现了各种大公司，甚至国际资本都开始流入 🌐

从 1925 年到 1929 年，股市几乎翻倍，于是数百万普通人也争相购买股票 📈

而在 1929 年这一年，由于过度投机积累了极大泡沫，这一年发生了历史上最著名的大股灾，整个市场完全崩溃，之后花了很多年才慢慢缓过来 📉



而格雷厄姆纵横投资市场的年代——1930-1950 年代,正是处于股市大萧条的阶段。

所以格雷厄姆在当时看投资市场，几乎遍地是机会。大量企业受到金融市场冲击，股价极其低廉，甚至出现大量的股票市值低于其净资产。

因此，格雷厄姆创造性地提出“投资股票就是投资企业”，并且要极其低的价格买入一家公司，也就是后来著名的“安全边际”的概念 📄

这些观点在我们今天看来好像极其普通,但在当时的金融市场,几乎是具有划时代意义的理论。毕竟在这之前，道氏学说是股市投资中最常用的分析理论，其核心是如何通过股票价格或股市指数的历史轨迹来分析和预测其未来的走向和趋势。

而巴菲特就是在这个阶段——1949 年，拜师格雷厄姆，并跟从其进行学习的

巴菲特在他的投资生涯的初期，严格遵守格雷厄姆的教导，积极投资于价格极其低廉的股票。

后来，人们把格雷厄姆这种投资理念叫做“捡烟蒂”。也就是我们说的“以极低价格买入被低估的公司”赚取价值回归的钱



巴菲特依靠这种方法赚到了自己人生第一桶金，但并不是巴菲特所有“便宜货”都给他带去了财富，巴菲特最著名的一笔失败的“烟蒂股”投资当属买下伯克希尔·哈撒韦纺织厂，也就是今天全球股价最高的公司-伯克希尔·哈撒韦的前身，巴菲特以便宜的价格买入的伯克希尔，但这笔投资却没能为他带来高额的回报🍷

所以，巴菲特在伯克希尔 1989 年年报中反思“捡烟蒂”式的投资，说道：“我所犯的第一个错误，就是买下伯克希尔公司的控制权，虽然我很清楚公司的纺织业务没什么发展前景，却因为它的价格实在太便宜了，让我无法抵挡买入的诱惑”💰

当然，我们这里要强调一下，伯克希尔哈撒韦并不是一笔完全失败的投资，只是在巴菲特看来，这家企业创造的回报是远低于其他投资的。

另外一个比较“失败”的捡烟蒂投资案例是投资“迪士尼”。



1965 年，巴菲特去拜访了迪士尼公司的创始人沃尔特·迪士尼。他亲眼目睹了沃尔特·迪士尼极大的工作热情，非凡的专注力和把这一切打造成一个生意的能力

回来之后，他研究了迪士尼的财务报表，上面说那一年迪士尼税前利润是 2100 万美元，公司市值才不到 9000 万美元，当时迪士尼乐园的加勒比海盗船游乐项目刚刚开幕，光这一个项目的投资就是 1700 万美元，也就是说整个公司的全部市值不过是旗下一个游戏的 5 倍，巴菲特觉得这个公司非常便宜。

于是在 1965 年，巴菲特斥资 400 多万美元，购入了迪士尼大约 5% 的股份，成本是 31 美分。一年之后迪士尼就业绩大涨，股票飙升。结果巴菲特看自己已经获利不少，就把迪士尼的股票在 48 美分左右的价位卖出去了。一年赚了超过 50% 当然是非常出色的水平了，但如果巴菲特真的把股份持有到现在，这笔交易就可以变成几十亿美元 📈

后来巴菲特在 1995 年的股东信中也提到过这件事，究其原因还是当时的巴菲特仍然在“捡烟蒂”的投资理念之下，思路没有转过来，没能看到这个生意在未来如果增长下去，可能的前景有多么大。



如果巴菲特一直持续坚持格雷厄姆的投资方法，也许他会成为一个富有的投资者，但是一定不会成为我们今天认识的投资家巴菲特。

因为后来美国经济随着二战的到来再一次迅速发展，投资者们对股市投资的参与程度越来越高，人们也变得越来越聪明，那些显而易见的、很便宜的股票逐渐消失了，这样的机会越来越少。

对于同学们来说，大家的本金不多，我们也可以接受等待好价格的出现，赚取丰厚的回报。

但对于巴菲特这样手里握有巨额资金的投资者来说，机会少就意味着大量资金闲置，从而导致自己的收益率受到严重影响。

因此，巴菲特的投资策略必须面临转型 🤔

很快，这个转型就到来了，巴菲特将会遇到一个帮助他完成投资理念进化的那个人——查理·芒格 🧑🏿🧑🏿



不同于巴菲特从格雷厄姆那里学习到的 “捡烟蒂” 的理念，芒格是菲利普·费雪的投资理念践行者。

费雪强调投资于那些拥有优秀经营管理团队、潜力在平均水平之上的优秀公司，以获得业绩增长带来的超额收益。

也就是我们说的，通过商业模式分析，去判断一家企业未来的发展。而不去过分关注财务数字 ✖

注意一下哈，我们这里说的是不要过分关注过去，并不是代表过去不重要。实际上，过去的财务数据很大程度上反应了企业的经营团队、文化等方面的重要性。只是费雪认为，相比过去，未来的成长更加重要。

通过芒格的影响，巴菲特在关注公司价值的同时，更加注重对公司商业模式的研究，并先后投资了喜诗糖果、可口可乐、华

盛顿邮报。他还投资了我们熟悉的比亚迪，不过投资比亚迪的成功，是因为听了芒格的建议🤗



自此，巴菲特的投资理念正式从“用低价格买入一家公司”转变为“用合理价格买入一家好公司”。

巴菲特曾经说过：“芒格把我推向了另一个方向，而不是像格雷厄姆那样只建议购买便宜货，这是他思想的力量，他拓展了我的视野。我以非同寻常的速度从猩猩进化到人类。”

在巴菲特那本自传《滚雪球》里曾经记录过这么一个故事，巴菲特曾经把自己的一个同事介绍到芒格那里，有一次芒格让他写一份关于隐形眼镜护理药水制造商爱力根公司的报告，结果这个同事写了一份非常格雷厄姆式的报告，比如重点关注公司的资产负债表，上面有多少实打实的账面价值等等。结果芒格看到之后狠狠批评了他一通，说：

“我喜欢的是大生意。我们应该关注这家公司无形资产方面的东西，比如它的经营管理水平，品牌的持久性，如果有公司想和它竞争需要些什么等等。”

大家注意看，实际上，实际上芒格说的就是对于商业模式的分析——产品、品牌、管理、发展空间等等 📄

光理解了巴菲特的投资理念还不够，我们看看巴菲特是如何用全新的投资理念投资了著名的“可口可乐”公司的 🥤



巴菲特和可口可乐的缘分诞生在 1987 年。

那一年百事挑起了可乐装瓶商之间的矛盾，导致可口可乐的股价比较低迷。到了 1987 年 10 月 19 日，美国股市迎来了一个黑色星期五，道琼斯指数当天狂跌 22.6%，可口可乐股票也跌了 20% 左右，之后就一直徘徊在那个范围。

20% 虽然不多，但对于已经从格雷厄姆的原教旨价值投资体系进化到新形态的巴菲特来说，他觉得这是一个买入机会。



✦ 首先，可口可乐公司所在行业的需求非常稳定，大家对碳酸饮料的消费不会一夜之间消失。同时，可口可乐未来仍有巨大的增量空间，很多海外市场仍有增长机会 🙌

✦ 第二，公司拥有行业的领先地位，品牌受到消费者的喜欢，甚至在一些地区和国家达到了垄断或者是寡头垄断的地位。这保证了公司产品的持续销量，以及定价权。这也是巴菲特非常喜欢的公司类型。

✦ 第三，公司维持增长和发展所需要再投入的资金很少，也就是说，公司的自由现金流很好。

芒格说过：

“世界上有两种生意，第一种可以每年赚 12% 的收益，然后年末你可以拿走所有利润；第二种也可以每年赚 12%，但是你

不得不把赚来的钱重新投资，然后你指着所有的厂房设备对股东们说：这就是你们的利润。我恨第二种生意。”

而可口可乐就是这种资本再投入相对很少的企业。

✦ 第四，管理层的管理水平高，需要巴菲特和芒格操心的地方很少。

我们发现，这个时候，巴菲特分析的思路已经不仅仅是看企业的资产负债表，而是更加重视企业的未来，例如商业模式分析里的：用户、产品、品牌、资本开支等等。

从 1988 年开始，巴菲特逐渐增持可口可乐的股票。此后的好几年里，比如 1989 年、1991 年、1994 年，巴菲特都在不停增持。而可口可乐的股票在 1998 年达到了顶点——那一年也是美国长达 17 年大牛市的一个末尾。在 1998 年底，巴菲特在可口可乐的持股为 134 亿美元，十年涨了 11 倍，年化的收益率是 27% 📈

巴菲特通过自己投资理念的迭代，投资了一个又一个类似于可口可乐这样虽然价格并不足够便宜，但极其优秀的公司，这给巴菲特的未来带来了巨额投资回报。

很多同学都会羡慕成功的投资者，感觉他们的优秀是与生俱来的，是无人可及的，但是，当我们还原到真实的世界里，原来这些投资大师也会面临跟我们一样的“困境”

就像今天我们崇拜的“股神”巴菲特一样，他的成功也是建立在面对自己的错误投资，而后通过继续学习，提升认知边界，不断总结失败，吸取教训，最后形成自己的投资理念，成为一代传奇的“股神”。

巴菲特曾经说过：我们犯过很多错误，犯错的原因都是在评估公司或行业将来的状况时看错了，这些错误没有一个是公司的合同有问题、财务报表有问题或专利有问题。这些错误即使我们做了最深入的财务审查，也一个都避免不了。

✦ 巴菲特说这句话的时候，是对自己过去对商业模式的不关注、不重视所犯的错误的深刻总结。

正是这样的反思与转变，促使巴菲特完成“进化” 🔄

实际上，在 A 股投资中，如果对企业商业模式的缺陷没有充分认识到，那么就无法发现企业往往赚不到钱，或者赚到的是假钱的情况，最终也会让我们的投资变得非常糟糕🤔

比如前几年市场上非常火爆的企业与地方政府进行的 ppp 项目，很多环保施工类的企业，最典型的就东方园林，巅峰市值接近 1000 亿元，但从经营现金流来看，其实企业基本上赚不到什么钱，商业模式有巨大的缺陷，最终结局也是被北京海淀区国资委接管，为投资者带来巨大的损失。

还有一些生意的商业模式会产生大量的库存，最突出的就是电子行业和服装业，这两者都容易产生高库存，而库存产品的价值是大幅贬值的。比如在 2010 年前后的体育服饰行业，整个行业陷入高库存危机，很多中小企业倒闭，龙头企业也是非常艰难的才走出困境，李宁用了整整 5 年的时间才基本解决库存危机，生意也才在近几年又重新焕发了生机🌱



同样是服装行业的龙头，海澜之家的商业模式虽然要更好一点，但是当你看到财务报表，高达 90 多亿的存货也是让人很是伤脑筋的。

还有一种比较差的商业模式是高负债行业，公司背负着沉重的财务成本，一旦企业经营不善或者行业处于下行周期，企业就会举步维艰，甚至倒闭。行业的不景气往往并不能使一家公司破产，但是沉重的债务负担，导致现金流的枯竭，将成为压倒好公司的致命稻草

✿ 所以，财务数据只是我们投资的敲门砖，当我们通过亮丽的财务数据敲开一家公司的大门，我们就要深入其中去认真地研究公司的商业模式。去看看公司到底是凭什么赚钱的，这个行业未来的前景怎么样？凭什么这家公司可以活得比其他竞争对手要滋润的多？假如其他资本巨头携更多的钱来进入这个行业，这家公司还能不能继续活得这么滋润？

✱而这些问题，我们不仅需要关注企业过去的财务数据与护城河的分析，更需要掌握“分析企业未来”的技能——商业模式分析。

在后面的进阶课里，我们将会学习到，我们是如何通过拆解一家企业商业模式的各个要素，看到企业未来的发展前景的。这就好比为我们的投资装上望远镜，去找到那些未来具有巨大回报潜力的投资机会🔑