

## 商业模式分析课程的重要性

### 课程的意义

强大企业模型之商业模式

对想要创造企业、经营企业的同学更有价值

商业模式分析课

对只想做投资的同学来说实用性更强

### 最关键要素的区别

对于创造企业、经营企业者来说

领导者是最关键要素

对于投资者来说

商业模式是最关键要素

投资企业就是投资商业模式

## 第一原理

### 第一原理

第一原理的由来

提出者：伟大的哲学家、逻辑学的开创者亚里士多德

推崇者：特斯拉的CEO马斯克

第一原理的定义

亚里士多德：任何一个系统都有自己的第一原理，它是一个根基性命题，不能被缺省，也不能被违反

马斯克：第一性原理的思维方式是用物理学的角度看待世界，一层一层拨开事物的表象，看到里面的本质，然后再从这个本质出发，一层层往上走，让此后所迈出的每一步都与最初的这个本质关联

### ★ 第一原理思维

第一原理思维=第一原理+逻辑推演

未来10年、20年后的净利润大于今年的净利润

判断9个科目背后的关键力量或关键要素在未来的变化情况

第一原理思维的价值

案例：马斯克同时进行了特斯拉和SpaceX两个完全不同领域的创业，并都取得了巨大的成功

### 封老师对第一原理思维的应用

① 没有形成第一原理思维

早期多次创业失败

② 隐约有了第一原理思维

通过持续的学习和思考

③ 形成第一原理思维

创办微淼

④ 在第一原理思维的指导下

创办了两个新的项目，并且在两个新的行业取得了初步成功

## 判断商业模式盈利能力的强弱

### 课程中商业模式的定义

商业模式就是企业赚钱的方式

不同公司的赚钱方式有优劣之分

### ★ 商业模式的盈利能力强的判断标准

✓ 连续5年的ROE大于20%

✓ 连续5年累计净利润现金含量大于100%

✓ 连续5年的毛利率大于40%

### 通过财务指标海选股票

👍 优点：提高选股效率

👎 缺点：可能会漏掉个别有投资价值的好公司

✓ 适当放宽海选标准，用商业模式分析去选出有价值的公司

## 判断商业模式盈利能力的持续性

### ★ 盈利能力持续性的判断方法

就是判断未来10年、20年后的净利润大于今年的净利润

就是判断利润表中9个科目背后的关键因素在未来的变化情况

### ★ 对未来净利润有重大影响的9个科目

#### ① 营业收入

与产品或服务的价格和销量相关，对未来长期净利润的影响很大

#### ② 营业成本

与产品或服务的生产相关，对未来长期净利润的影响很大

#### ③ 销售费用

与产品或服务的销售相关，对未来长期净利润的影响较大

#### ④ 管理费用

主要是管理人员与财务人员的薪酬，对未来长期净利润的影响较大

#### ⑤ 研发费用

与产品或服务的研发相关，对未来长期净利润的影响较大

#### ⑥ 财务费用

与有息债务规模相关，对未来长期净利润的影响较大

#### ⑦ 其他收益

与政府补助和政策相关，对未来长期净利润的影响较大

#### ⑧ 信用减值损失

与应收账款坏账相关，对未来长期净利润的影响较大

#### ⑨ 资产减值损失

主要与存货跌价相关，对未来长期净利润的影响较大

**净利润等式**  
是商业模式课的第一原理

## 产品的提价能力

### 9个重要科目之一：营业收入

#### 定义

公司旗下所有产品或服务的收入之和

#### 关键要素

产品未来的价格

产品未来的销量

## ★ 产品按提价能力分类

✗ 没有长期提价能力的普通产品

例如：航空业、传统汽车行业

✓ 有长期提价能力的优秀产品

例如：海天酱油、片仔癀中药、五粮液、茅台酒、中华烟、LV包

## 📁 筛选有提价能力公司的方法

✓ 连续5年的毛利率大于40%

✓ 连续5年的销售费用率小于12%

目前A股有4800多家上市公司，入选率大概2.5%

有长期提价能力的公司占比不足1%

## 有提价能力的最重要原因：客户锁定能力

产品的客户锁定能力越强，提价能力就越强

📁 锁定能力来自2个方面

👤 客户形成了使用习惯

例如：微信支付

👤 客户的转换成本高

具体表现方式一：独一无二

具体表现方式二：网络效应

微信属于二者兼备

## 第一周重点总结

**重点一：**第一原理思维的价值是指导我们走向成功

**重点二：**好商业模式的判断方法（公司的盈利能力和盈利能力的持续性）

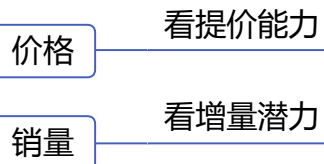
**重点三：**盈利能力的持续性关键是判断对未来净利润有重大影响的科目，也就是净利润公式中的9个科目

**重点四：**影响产品销售收入的关键因素是产品的提价能力

**重点五：**影响产品提价能力的关键因素是产品的客户锁定能力，锁定能力来自2个方面

## 产品的增量潜力

### 产品销售收入的影响因素



只有产品同时具备较强的长期提价能力和较大的增量潜力才比较容易的判断出这家公司未来10-20年营业收入情况

## 如何判断产品的增量潜力

### 第一看需求空间

2个指标

#### ① 市场渗透率

市场渗透率=当前销售量（额）/市场潜在需求量（额）\*100%

产品或品类的市场渗透率越小，说明未来的需求空间越大

👉 市场渗透率用来看品类的需求空间会更有价值

#### ② 市场占有率

市场占有率=当前某产品的销售量（额）/当前同类产品总销售量（额）\*100%

产品的市场占有率越高，说明产品在同品类中的销售量或销售额越高

#### 市场渗透率分3档

① 缓慢渗透期：品类的市场渗透率小于10%

② 高速渗透期：品类的市场渗透率大于10%，小于30%

③ 饱和渗透期：品类的市场渗透率大于30%

### 第二看供给能力

案例：分众传媒的电梯广告产品的供给能力

### ★ 产品未来的增量潜力

产品未来的需求空间大，并且产品在供给能力上没有瓶颈，那么增量潜力就大

产品未来的需求空间大，但供给能力上受到某种制约，无法有效提高供给，那么增量潜力就不大

产品最好的状态是价格可以小幅提升并且供给能力没有瓶颈

## 分众传媒未来的营业收入分析

## 1 楼宇媒体

### 首先看长期提价能力

客户锁定能力强  
客户转换成本高  
引爆品牌的效果是独一无二的

占据了一二线城市的优质地段和人群  
电梯广告的特性优于电视、手机广告

有长期提价能力

### 第二看增量潜力

楼宇媒体的市场渗透率低，未来需求空间大  
相对于未来的需求空间，短中期产品供给有瓶颈，长期如果能大幅增加点位，则增量潜力大，但有一定的不确定性

## 2 影院媒体

### 首先看长期提价能力

广告触达率低  
观影人数不确定性高  
影院媒体产品的效果比楼宇媒体产品差很多  
必须要通过降低广告价格来进行补偿

没有长期提价能力

### 第二看增量潜力

因为没有长期提价能力  
✘ 不用继续分析

## 3 其他媒体及其他

在营业收入中占比极小  
几乎没有披露相关产品的信息，无法判断

估值按0计算

## 第二周重点总结

**重点一：**判断产品的增量潜力，第一看产品的需求空间，第二看产品的供给能力

**重点二：**判断产品的需求空间，主要看两个指标：市场渗透率和市场占有率

**重点三：**市场渗透率的3个档：缓慢渗透期、高速渗透期、饱和渗透期

**重点四：**案例：分析分众传媒的楼宇媒体、影院媒体及其他

## 产品的成本控制

### 9个重要科目之二：营业成本

#### 定义

公司所有产品或服务的营业成本之和

#### 营业成本的主要构成

① 直接材料

② 制造费用

需要用机器设备，涉及到资本开支，重点分析

③ 燃料及动力

④ 直接人工

⑤ 运输费

长期可控，随营业收入而变化

#### 未来营业成本的判断方法

如果营业成本的构成因素都是可控的

未来的营业成本可控

如果成本构成的有些因素是不可控的

未来的营业成本不可控

资本开支是一项不得不发生的支出，只是这项支出需要先放到资产负债表中，先伪装成资产，然后通过几年的时间以折旧和摊销的方式变成费用，从而影响净利润

#### 特点

✓ 获得同样多的利润，资本开支越少越好

#### 论点

✗ 资本开支高的公司，只赚利润不赚钱，钱都买了固定资产或无形资产

### ① 资本开支

用“资本开支与净利润的比率”来衡量一家公司的资本开支高不高

#### 判断方法

✗ “资本开支与净利润的比率”大于100%

说明这家公司不但把赚的钱全部买成了固定资产或无形资产，还融资买了固定资产或无形资产

✗ “资本开支与净利润的比率”大于50%

说明这家公司把赚到的大部分钱买成了固定资产或无形资产

✓ “资本开支与净利润的比率”小于50%

说明这家公司把赚到的一小部分钱买成了固定资产或无形资产

⚠ 要看连续10-15年的数据才有参考价值

## ② 直接材料

### 特点

不同的原材料价格差别巨大；不同原材料未来长期的提价能力也是不同的

### 原材料本身的客户锁定能力决定提价能力

① 原材料的客户锁定能力很强

买方议价能力弱

供应商有较强提价能力

② 原材料没有客户锁定能力

买方议价能力强

供应商没有提价能力

## ③ 燃料及动力

### 特点

煤炭等燃料是大宗商品，价格会进行周期性大幅波动

采购方对燃料价格无法掌控

### 判断方法

✓ 燃料及动力成本在产品的营业成本中占比较小，燃料价格的波动可以忽略

✗ 燃料及动力成本在产品的营业成本中占比较大，给企业带来了经营风险

## 分众传媒未来的营业成本分析

### ① 电梯点位租赁成本

供应商基本没有长期提价能力

分众传媒未来10-20年的电梯点位的租赁成本上涨是可控的

### ② 影院映前时长采购成本

供应商有长期提价能力

分众传媒未来10-20年的影院映前时长采购成本是不可控的

## 第三周重点总结

重点一：产品未来长期营业成本的上涨可控，则对未来长期净利润的影响就很小，风险也小

重点二：产品未来长期营业成本的上涨不可控，则对未来长期净利润的影响就大，风险也大

重点三：企业获得同样多的利润，资本开支越少越好

重点四：供应商的提价能力由原材料本身的客户锁定能力来决定



## 产品的销售模式

在销售产品或服务的过程中所发生的费用，以及为销售本企业的产品或服务而专设的销售机构的经营费用

定义

### 9个重要科目之三：销售费用

销售费用的主要构成

- ① 广告费
- ② 推广费
- ③ 促销费
- ④ 业务费
- ⑤ 运输费

销售费用的判断方法

如果销售费用在净利润中的占比较高，如比率大于30% 对公司未来的净利润影响较大

### 案例：贵州茅台

销售费用占净利润的比率

比率为4.91% 销售费用的变化对未来净利润的影响极小

占比最大的销售费用

广告宣传及市场拓展费

广告宣传及市场拓展费

- ① 广销售人员的基本工资 供应商的提价能力强 ❌ 本项费用未来不可控
- ② 市场拓展费 供应商没有提价能力 ✅ 本项费用未来可控

### 案例：分众传媒

销售费用占净利润的比率

比率为43.49% 销售费用的变化对未来净利润的影响较大

占比最大的销售费用

销售业务费

销售业务费

- ① 销售人员的基本工资
- ② 销售人员的销售提成

人员数量很多，可替代性很强 ✅ 本项费用未来长期可控

### 案例：三七互娱

销售费用占净利润的比率

比率为320.18% 销售费用的变化对未来净利润的影响非常大

占比最大的销售费用

互联网流量费

互联网流量费

买流量的效果广告费 对互联网巨头供应商没有议价能力 ❌ 本项费用未来不可控



## 常见的3种销售模式

① 产品拉动型的销售模式

产品的销售主要来自强大的产品力拉动

👍 最好

② 销售推动型的销售模式

产品的销售主要依靠自己的销售团队努力推动

👎 次之

③ 外部依赖型的销售模式

产品的销售主要依靠其他第三方来实现

👎 最差

## 企业的管理效率

## 9个重要科目之四：管理费用

定义

企业的行政管理部门为管理和组织经营而发生的各项费用

管理费用的主要构成

① 职工薪酬费

⚠️ 占比最高

② 折旧摊销费

③ 招待费、保险费

④ 办公费、咨询费

⑤ 房产税、印花税等

职工薪酬费的判断方法

公司替换员工和管理者比较容易

✅ 本项费用在未来长期可控

## ★ 管理效率的判断方法

论点

管理费用是可控的，管理费用本身不是重点 ⚠️ 管理效率才是重点

用管理人员的薪酬投入产出比来衡量

定义：公司支付管理人员的每一元薪酬为公司创造了多少净利润

🚩 本指标的数值越高越好，数值越高，说明公司的管理效率越高

✅ 优秀公司的管理人员的薪酬投入产出比：大于10

❌ 效率低下公司的管理人员的薪酬投入产出比：小于10

## 熵增定律

定义

一个封闭系统，在没有外力做功的情况下，其混乱程度会不断增大，系统功能会逐渐丧失

① 投资启示之一

只有值得长期持有的好公司，没有值得永久持有的好公司

② 投资启示之二

高效的管理可以对抗熵增，延缓企业的死亡，提升企业的内在价值

## 第四周重点总结

**重点一：**如果销售费用在净利润中的占比较高，如比率大于30%，会对公司未来的净利润影响较大

**重点二：**三种常见的销售模式：产品拉动型、销售推动型、外部依赖型

**重点三：**不同的销售模式类型，重点看这个销售模式未来长期的销售费用是否可控

**重点四：**企业的管理效率可以用管理人员的薪酬投入产出比来衡量，该数值越高越好，说明管理效率越高

## 企业的研发费用

### 9个重要科目之五：研发费用

#### 定义

公司为了研发新产品或新技术花的钱

#### 研发费用的主要构成

- 1 研发人员薪资 占比最大
- 2 材料费
- 3 设备折旧费
- 4 其他费用

研发费用中涉及的人员和产品对公司没有很强的锁定能力，研发费用长期可控 一般不存在导致净利润明显下降的风险

### 研发费用占净利润的比率

#### 1 对国家来说

越高越好

#### 2 对消费者来说

越高越好

#### 3 对企业来说

! 研发费用是成本，越低越好

## 产品的市场寿命

### 2种产品寿命

#### 1 产品寿命很短

最多3年寿命，需要不停的研发新产品

#### 2 产品寿命很长

寿命高达100年甚至几百年，不需要研发新产品

### 产品寿命决定研发费用占比

#### 产品寿命短的企业

研发费用与净利润比率大

#### 产品寿命长的企业

研发费用与净利润比率小

面临新品研发失败的风险

面临新品上市不被市场接受的风险

❌ 未来长期净利润的不确定性更大

产品稳定，未来长期的净利润稳定

## ★完美产品的特点

① 寿命长

产品的市场寿命至少大于30年，越长越好，最好能长过100年

② 提价强

产品或服务具有很强的长期提价能力

③ 毛利高

毛利金额比较大，如果毛利金额不大，毛利率高也算是毛利高

④ 频率高

客户消费产品的频率高，最好每周甚至每天都能消费

分析产品时首先看

## 特例：腾讯游戏

单个游戏产品寿命短

把多个新老游戏产品组成产品组合

持续以低成本让新产品获得足够多的客户

产品组合的寿命被延长

## 第五周重点总结

**重点一：**研发费用中涉及的人员和产品对公司没有很强的锁定能力，研发费用长期可控

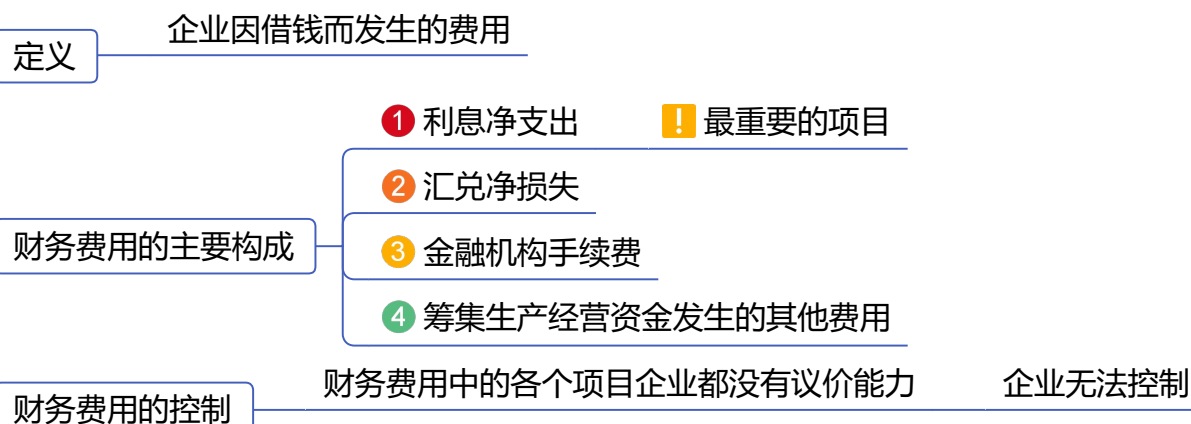
**重点二：**对于企业来说，研发费用是成本，在赚同样多的利润情况下，研发费用越少越好

**重点三：**产品寿命决定了企业研发费用投入的多少，产品寿命长的企业研发费用占比更小，未来净利润更稳定

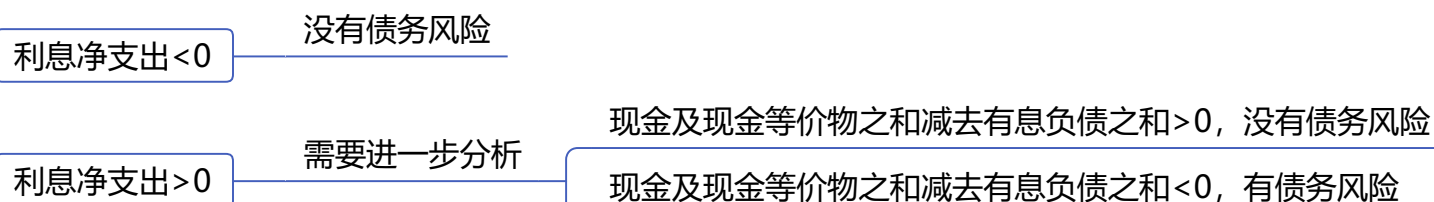
**重点四：**完美产品具备4个特点：寿命长、提价强、毛利高、频率高

## 财务费用

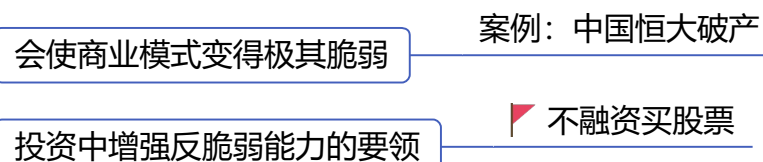
### 9个重要科目之六：财务费用



### ★ 利息净支出

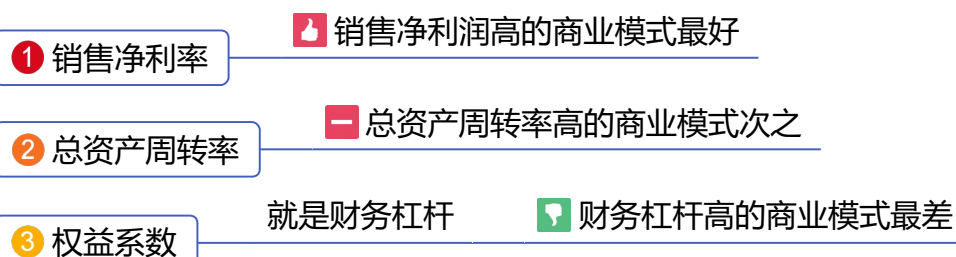


### 高债务杠杆的风险



## 杜邦分析法推导出的3种商业模式

### 净资产收益率拆解



风险不同  
确定性不同

### 债务风险



## 资产负债率与市盈率

如：房地产行业

资产负债率 > 70%

市盈率在10左右

如：银行行业

资产负债率高于房地产行业

市盈率在5左右

债务风险越大的行业，行业的市盈率会比没有债务风险的行业低很多

## ★ 内在价值分析

定义：公司的内在价值等于其未来存续期间所产生的所有自由现金流的折现

其他条件相同的情况下，债务风险大的公司存活的时间更短，内在价值就低

重大影响因素

① 产品寿命

② 提价能力

③ 增量潜力

④ 成本控制

⑤ 资本开支

⑥ 债务风险

内在价值分析模型

## 第六周重点总结

**重点一：**财务费用中最重要的构成项目是：利息净支出

**重点二：**债务风险对企业的寿命和内在价值都有重大影响

**重点三：**资产负债率越高的行业，债务风险越高，行业市盈率越低

**重点四：**内在价值分析模型

## 社会价值

### 9个重要科目之七：其他收益

定义

是与企业日常经营活动相关的政府补助

论点

✍ 其他收益有一定的持续性，但一般情况下金额比净利润小很多，可以忽略不计

❗ 其他收益真正重要的不是它本身的金额，而是它反映了政府的政策和政府的态度

### 社会价值

指的是人的集合体所获得的价值

社会价值为正

人的集合体所获得的价值  $> 0$

社会价值为负

人的集合体所获得的价值  $< 0$

是政府制定政策时的重要考量因素

### 企业的社会价值群体

① 客户群体

② 非客户群体

### ★ 企业创造的社会价值

① 价值为正

企业为客户群体创造的价值  $> 0$ ，企业为非客户群体创造的价值  $> 0$   
企业创造的社会价值  $> 0$

企业为客户群体创造的价值  $> 0$ ，企业为非客户群体创造的价值  $= 0$   
企业创造的社会价值  $> 0$

② 价值为负

企业为客户群体创造的价值  $> 0$ ，企业为非客户群体创造的价值  $< 0$   
且正价值小于负价值，企业创造的社会价值  $< 0$

企业为客户群体创造的价值  $< 0$ ，企业为非客户群体创造的价值  $< 0$   
企业创造的社会价值  $< 0$

### ★ 对于投资来说

❗ 避免买到创造的社会价值为负的公司是非常重要的

### 社会价值的企业案例

K12教培行业

创造的社会价值为负

财商教育

创造的社会价值为正

赌 场

创造的社会价值为负

香港交易所

创造的社会价值为正

亚邦股份

创造的社会价值为负

## 坏账风险

### 9个重要科目之八：信用减值损失

- 定义：企业认为应收款项中无法收回的那部分金额
- 来源：
  - ① 应收账款
  - ② 合同资产
- 论点：
  - ⚠ 对于有信用减值损失的公司，需要分析它的应收账款
  - 👍 最好的商业模式是没有应收账款的，或者应收账款少到可以忽略

### ★ 坏账风险分析方法

- 看应收账款占净利润的比率
  - 比率 < 10% ✔ 应收账款对净利润的影响是可以忽略不计的
  - 比率 > 10% ✎ 需要进一步分析应收账款坏账的风险

### 应收账款占比高的2大原因

- ① 公司的产品对客户的锁定能力不够强 客户能比较容易找到替代产品
- ② 公司的一些客户很重要 前五大客户对公司的营业收入有一定的影响

### ★ 应收账款占比低的行业特点

- ① 产品有很强的客户锁定能力
  - ② 单一客户不重要
- 必须同时具备

### 第三种应收账款的商业模式

- ① 产品的客户锁定能力比较强
- ② 但少数客户也比较重要 完全独立自主的企业客户，销售额比较大  
客户有一定的议价能力

### ★ 判断应收账款管理水平变化

- 看应收账款周转天数 周转天数越短越好 说明应收账款管理越来越好
- 看客户的实力和信用 客户的实力强、信用好 应收账款坏账的风险小

## 第七周重点总结

**重点一：**其他收益真正重要的不是它本身的金额，而是它反映了政府的政策和政府的态度

**重点二：**投资中，避免买到创造的社会价值为负的公司是非常重要的

**重点三：**通过应收账款占净利润的比率，初步判断坏账风险的大小

**重点四：**影响应收账款占比的2大因素是产品的客户锁定能力和重要客户对公司收入的影响程度

**重点五：**应收账款周转天数越短越好，说明公司应收账款管理越来越好



## 存货管理

### 9个重要科目之九：资产减值损失

#### 定义

因资产的可收回金额低于其账面价值而造成的损失

#### 可能发生资产减值损失的科目

- ① 存货 ! 对长期净利润的影响最大
- ② 长期股权投资
- ③ 固定资产
- ④ 工程物资等

### 存货

企业在日常经营活动中持有的以备出售的产成品、处在生产过程中的在产品、在生产过程或提供劳务过程中耗用的原材料或物料等

### ★ 存货管理水平的判断标准

#### 看存货周转率

公式：存货周转率=营业成本/平均存货（或期末存货）

存货周转率越大，说明存货变现越快  
▮ 公司为存货承担的成本越少  
 利润率就会越高，经营风险也越小

如果存货占净利润的比率>10% 需要进一步分析存货周转率

### 存货周转率分析

#### 🔍 隐含条件

存货的价值会随着时间的流逝而变小

当存货的价值会随着时间的流逝而上涨时 ▮ 存货周转率的评价作用就失效了

✅ 封老师特喜欢没有存货或者存货价值会持续上涨的商业模式 需结合其他关键要素分析

### 有存货的商业模式

#### ⚠️ 供应链管理能力至关重要

是企业的核心竞争力之一

▮ 非常强大的供应链管理可以形成企业的一大护城河

## 苹果公司-全球供应链管理大师

### 关键人物：苹果现任CEO库克

上任CEO之前一直负责苹果的供应链管理

苹果现在宗师级的供应链管理体系是由库克一手建立起来的

有了库克，苹果才能成为全球市值最高的公司

### 苹果供应链管理能力的的作用

苹果过去10年净利润持续的增长，主要是建立在其超强的供应链管理能力之上

苹果的存货周转率是联想的4倍左右，是小米、华为的7倍左右

苹果在行业中不可被战胜

形成了苹果一个很重要的护城河

### ★ 苹果供应链管理能力强大的原因

#### 库克的改革目标

产品的生产成本要业内最低，质量要业内最好，库存时间要业内最短

#### 库克的四大措施

① 在全球范围内选择优秀的供应商和代工厂，降低生产成本

② 引入ERP系统，实现供应链体系内信息熵减，减少库存

③ 对供应商和代工厂进行过程管理，保证产品质量

④ 和供应商、代工厂共同研发，共担风险

## 第八周重点总结

**重点一：**一般情况下，对商业模式及其长期净利润影响最大的就是存货

**重点二：**判断存货管理水平的指标是“存货周转率”，存货周转率越大越好

**重点三：**存货周转率分析的隐含条件：当存货的价值随着时间的流逝而上涨时，评价指标失效

**重点四：**供应链管理能力是企业的核心竞争力之一，如果足够强大可以形成企业的护城河

## 第一原理：净利润等式

净利润 = ( 营业收入 - 营业成本 - 销售费用 - 管理费用 - 研发费用 - 财务费用 + 其他收益 - 信用减值损失 - 资产减值损失 ) + 投资收益 + 汇兑收益 + 净敞口套期收益 + 公允价值变动收益 + 资产处置收益 + 营业外收入 - 营业外支出 - 税金及附加 - 所得税费用

### 净利润等式

### 商业模式分析模型



社会价值

如果一家公司的社会价值为负，直接淘汰就可以了

资本开支

如果一家公司的资本开支达到净利润的50%以上，则投资价值不大

债务风险

如果公司的现金无法覆盖有息负债，可能出现债务违约风险

提价能力

只有产品的长期提价能力足够强，未来才能保持稳定的毛利率

产品寿命

如果产品寿命很短，公司就需要投入大量研发成本，未来存在较大的不确定性

增量潜力

如果公司的产品增量潜力很大，未来营业收入的增长潜力就很大

成本控制

如果产品的主要构成成本长期是可控的，公司未来就容易保持较强的盈利能力

销售模式

对于公司来说，销售模式的稳定性和持续性是非常重要的

坏账风险

如果一家公司应收账款坏账的风险很大，直接淘汰就可以了

存货管理

如果一家公司的存货周转率明显低于同行，说明供应链管理能力和较差，直接淘汰就可以了

管理效率

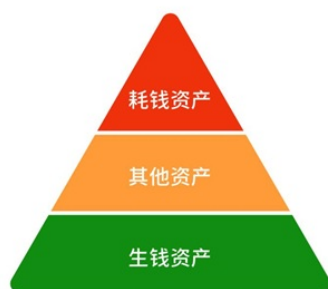
如果一家公司的管理人员薪酬投入产出比小于10，则说明公司的管理效率低下

## 第一原理：现金流折现公式

### 现金流折现公式

$$P = \frac{CF_1}{(1+R)^1} + \frac{CF_2}{(1+R)^2} + \dots + \frac{CF_T}{(1+R)^T}$$

### 资产分类模型



资产分类模型

$CF_s > 0$ ，资产产生的净现金流入大于0，叫做生钱资产

$CF_s = 0$ ，资产产生的净现金流入等于0，叫做其他资产

$CF_s < 0$ ，资产产生的净现金流入小于0，叫做耗钱资产

### 滚雪球模型



坡越长，雪越厚，资产的价值也越大

### 重要结论

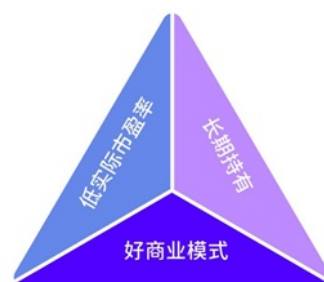
- 1 生钱资产可以让人变的越来越富有，耗钱资产可以让人变的越来越贫穷
- 2 商业模式和无风险利率对一家公司的内在价值有重大影响
- 3 商业模式分析能力是非常重要的投资能力

## 第一原理：市值等式

### 市值等式

$$\text{市值} = \text{净利润} \times \text{市盈率}$$

### 股票投资三要素模型



股票投资三要素模型

### 重要结论

- 1 投资股票需要长期持有
- 2 投资股票需要好的商业模式
- 3 投资股票需要在低实际市盈率买入

## 第一原理：凯利公式

凯利公式

$$f = p - q/b$$

一般情况下，单个股票的持仓比例在25%-45%

★重要结论

✓ 无论再好的公司，持仓比例也要小于100%

## 第一原理：熵增定律

熵增定律

$$S = \int dQ/T$$

★重要结论

- ① 没有值得永久持有的好公司
- ② 投资股票需要长期持有，但不能永久持有

## 第一原理：复利公式

复利公式

$$F = P \cdot (1+i)^n$$

★重要结论

- ① 投资技能决定了长期收益率，而投资技能又是通过后天学习获得的
- ② 如果本金不多，也不想在工作方面过于努力，也是可以通过提高收益率并延长时间来实现终值目标的

## 第九周重点总结

**重点一：**生钱资产可以让人变的越来越富有，耗钱资产可以让人变的越来越贫穷

**重点二：**无论再好的公司，持仓比例也不要超过100%，一般情况下，单个股票的持仓比例在25%-45%

**重点三：**投资股票需要长期持有，但不能永久持有

**重点四：**投资技能决定了长期收益率，而投资技能是通过后天学习获得的

**重点五：**如果本金不多，也不想在工作方面过于努力，也是可以通过提高收益率并延长时间来实现终值目标的

视频课：《商业模式分析之十一步法》（1-18）

第一步：社会价值分析

客户群体

海天味业为客户群体创造了正价值

非客户群体

海天味业为非客户群体创造的价值为零

总结

海天味业创造的社会价值是正的

第二步：资本开支分析

★ 资本开支与净利润的比率

海天味业过去10年的资本开支与净利润的比率为18.88%，小于25%，公司不需要大规模资本开支，就可以维持公司的正常运转和扩张，非常优秀

第三步：债务风险分析

★ “现金及现金等价物之和”与“有息负债之和”的差额

海天味业的现金及现金等价物之和远远大于有息负债之和，没有债务风险

第四步：提价能力分析

海天味业在价格、味道、品质、品牌、易购这五个方面都是行业内做的最好的，对B端客户产生了很强的锁定能力

B端客户

最高性价比+B端客户对自己产品口味稳定性的高标准+厨师对海天味业产品的使用习惯+容易购买，使海天味业具备了很强的B端客户锁定能力，这是海天味业酱油能长期提价的根本原因

提价能力强

1 酱油

家庭客户

海天味业的酱油同时具备品牌知名度最高、渠道覆盖率最高、味道独具风味三个特点。当客户形成使用习惯后，海天味业酱油对于客户就有了较强的锁定能力

提价能力强

2 调味酱

当海天味业黄豆酱的客户形成使用习惯之后，海天味业的黄豆酱对客户就有了较强的锁定能力，就具备了长期提价能力

海天味业的蚝油对B端客户和C端客户都有一定的客户锁定能力，但对B端客户的锁定能力明显强于C端客户

### ③ 蚝油

未来等到海天味业蚝油的B端客户的销量远大于C端客户的销量时，蚝油的长期提价能力会变强

### 📁 总结

海天味业的酱油、调味酱、蚝油这3大主要产品在未来都有长期提价能力

## 第五步：产品寿命分析

### ★ 研发费用与净利润的比率

海天味业过去5年研发费用与净利润的比率大概为11%，比较低

海天味业的酱油、调味酱、蚝油这3大主要产品的产品寿命都很长

## 第六步：增量潜力分析

### ① 酱油

酱油的渗透率已经没有增长空间，但人均消费量、海天酱油的市场占有率仍有较大的提升空间

经过测算，20年后海天酱油的年销售量可能达到609万吨，营业收入可能达到532亿元

### ② 调味酱

调味酱的渗透率增长空间不大了；人均消费量已经不低；海天调味酱的市场占有率还有较大的提升空间

经过测算，20年后海天调味酱的年销售量可能达到90万吨，营业收入可能达到127亿元

### ③ 蚝油

蚝油的渗透率增长空间还很大；人均消费量有一定的提升空间；海天蚝油的市场占有率也有较大的提升空间

经过测算，20年后海天蚝油的年销售量可能达到311万吨，营业收入可能达到240亿元

### 📁 总结

海天味业的酱油、调味酱、蚝油这3大主要产品，20年后的营业收入总计可能达到899亿元

## 第七步：成本控制分析

海天味业的成本构成中，直接材料占80%。直接材料及其他成本在未来长期都是可控的

## 第八步：销售模式分析

线下渠道是海天味业最重要的销售渠道

海天味业的销售模式在未来长期的稳定性和持续性很好，海天味业未来10-20年没有因销售费用不可控性上涨导致净利润明显下降的风险



## 第九步：坏账风险分析

海天味业2021年应收账款与净利润的比率为0.84%，远远小于10%，没有坏账风险

### ★ 应收账款与净利润的比率

## 第十步：存货管理分析

海天味业2021年存货与净利润的比率为33.38%，大于10%，需要进一步分析存货周转率

### ★ 存货与净利润的比率

### ★ 存货周转率

海天味业连续5年的存货周转率在7-8之间，远远高于同行

## 第十一步：管理效率分析

海天味业2021年管理人员的薪酬投入产出比为33.86，远远大于10，也远高于同行，非常优秀

### ★ 管理人员的薪酬投入产出比

## 第十周重点总结

**重点一：**通过十一步分析，海天味业的商业模式很好，未来10-20年一年的净利润大概率会比现在多很多

**重点二：**海天味业的三大主要产品在20年后每年的营业收入可能会达到899亿元，按照27%的净利率，可能会实现243亿净利润