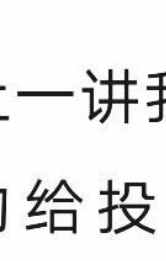


05 | 利润质量：可持续利润最可贵



贾宁

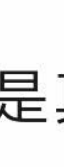
10-27 23:00



05 | 利润质量：可持续利润...

11:54

16.33 MB



[贾宁亲述]

你好，我是贾宁，欢迎来到我的《财务思维课》。

上一讲我们说了，判断一家企业是不是真的给投资人赚钱，不能看损益表当中的“会计利润”，而是要看“经济利润”。

今天我们还得继续讲利润，因为无论经济利润还是会计利润，说的都是利润大小的问题。

但这只是观察利润的一个角度，也是一般人会看的角度。

财务高手是怎么观察利润的呢？他们会从多个视角看。除了利润大小之外，他们还会考察另外一个重要维度，那就是利润的“可持续性”。

一家公司能不能持续盈利，从投资角度来说特别重要，

因为你投资一家公司的时候，投资的不是它的过去，也不是它的现在，而是它的未来。

虽然利润大小决定了一家企业短期能达到的高度，但是能够决定这家公司有没有未来的，是利润的“可持续性”。

可持续性对企业估值特别重要。你看所有的估值模型，都有一个基本假设，那就是公司能持续经营下去。

同等条件下，利润可持续性高的公司，估值也更高。

不过，企业想保持利润长期的稳定和增长是一件非常难的事情。根据统计，美国上市公司当中，有48%的企业能保持1年的利润增长，然而只有23%的企业能保持3年连续利润增长，能保持10年以上连续利润增长的企业只占0.9%。

所以你看，可持续的利润多么珍贵。

今天咱们就来说说怎么考察一家企业的利润是否具有“可持续性”。听完这讲，你才算是全面了解了利润这个概念。

一、盈利可持续性

我们先来讨论一个案例。

假如有两家做牙膏的公司，去年都赚了1000万。第一家公司，其中700万是辛辛苦苦靠卖牙膏赚出来的，另外那300万是靠投资得来的。第二家公司，特别擅长投资，靠投资赚了1200万，但是去年牙膏卖得不好，不但没赚钱，还亏了200万，但投资和卖牙膏两样加起来，去年也赚了1000万。

你会买哪家公司的股票呢？

我猜你可能会有点犹豫，毕竟这两家公司好像各有所长，一家擅长卖牙膏，一家擅长投资。

但是财务高手会告诉你，一定不要投资第二家公司。

这第二家公司是谁呢？背后其实有个原型。

这家公司就是曾经的中国牙膏“第一股”，两面针牙膏。

你肯定听说过这个品牌吧。两面针当年可是非常牛的一家公司，曾经研发出中国第一支中药牙膏，它和中华、黑妹一起被大家称为国产牙膏的“三大金刚”。

你知道2004年两面针一共卖了多少支牙膏吗？5亿支。

这是个什么概念呢？2004年中国有13亿人，除以5亿支牙膏，等于每2.6个人当中，就有一个人正在用两面针的牙膏。

两面针起步势头很猛，可惜好景不长，因为2006年前后，佳洁士、高露洁这些国外品牌开始强攻中国市场，再加上管理老化，两面针牙膏的销量开始大幅下滑。

一般产品销量下滑，公司会怎么应对呢？会加强营销或者研发新产品。但是两面针是怎么做的呢？这个公司很神奇，不但没有重视牙膏销量下滑这个问题，反而开始涉足其他产业，同时还开始大量买入其他公司的股票。

两面针的财务逻辑是，我想办法在其他行业赚钱，用来补足牙膏主业的亏损。

这个策略成功了吗？

两面针的运气还是很不错的，成功参股了中信证券，在中信的股票上面赚了一大笔钱。

如果你去看两面针2016年的财务报告，就会发现2016年两面针卖了1162万股中信证券的股票，赚了1.57个亿。另外还从中信、广西北部湾银行、柳州银行这些股票中拿到了近4千万分红收益。

那两面针在牙膏、日化产品这些主营业务上赚了多少钱呢？2016年的主营业务利润是-2111万，也就是说，主营业务是亏损的。2016年两面针卖了1.4亿支牙膏，比起2004年的5亿支，只有不到30%。

你看，如果你只关注两面针总体利润，你可能还以为两面针经营得很好。

但是如果你仔细看两面针的利润结构，它向你释放了什么信号呢？两面针的主业其实已经出现疲态，公司在靠投资这个副业支撑利润。

你可能会说，不管怎么样，两面针不是赚到钱了吗？这种赚钱方式有什么问题？

我想反过来问你一个问题。等两面针把手上的中信股票都卖完之后，要怎么办？

靠炒股这个副业带来的利润，虽然看起来和卖牙膏这个主业获得的利润是一样的，但实际上，这个利润是不可持续的。

什么事情做一次不难，难的是能持续做下去。

你知道为什么巴菲特被誉为股神吗？

是因为他能获得超高的投资收益吗？事实上，他的年化投资收益还不如很多小的基金经理。

但是，只有他能做到连续多年超过大盘，哪怕是宏观环境非常糟糕的时候。

为什么我们公认梅西是足球明星？

是因为他某一场比赛踢得特别好吗？事实上，可能你偶尔比他进球还多。

但是，只有梅西能持续在国际足球比赛中进球。

做企业也是一样，企业一次盈利不难，难得是保持长期盈利和增长。还记得开头的统计数据吗？只有不到1%的企业，能保持10年以上连续利润增长。

我之前去财政部开会，讨论财务报告当下面临的一些最新问题。其中一个重要议题就是“持续利润”这个概念，从2017年起，上市公司就必须在财务报表中新增披露一个叫“持续经营净利润”的指标，来反映持续经营那部分的收益。

二、基于利润可持续性的套利机会

我们开头说，判断企业利润是否具有“可持续”，对投资者来说很重要。

事实上，如果你用利润可持续性作为标准来选股票，是可以赚到钱的。

你可能会觉得，这个原则也太简单了吧，真的能行吗？

Steve Penman和张晓军两位会计教授曾经就这个问题做过一个研究，他们把美国公司按照盈利的持续性水平分成10组，买入持续性最高的那组，同时做空持续性最低的那组，结果在1979-2002年这24年间的20年中，都赚到了钱，而且大部分年份的投资收益率都超过了10%。

所以你看，市场里并不都是财务高手，大部分投资人其实不明白利润可持续性的重要性。

所以你只要比别人多有一点财务思维，对财务数据看的更深刻一些，就能赚到钱。

三、盈利能力分析框架

那财务高手是用什么方法来判断一家公司的利润当中有多少是可持续的呢？

现在我就教你一个常用的分析工具（下图）。

盈利能力分析框架

经常性的 非经常性的

主要的利润 比如：核心产品的销售利润 比如：停产产品的销售利润

Aa 写字 留言 1 请朋友读