

巴菲特选股的第三个标准：一流业绩，这是唯一的定量标准。业绩指的是公司的赢利能力，赢利越多，业绩越好，公司为股东赚的钱就越多。

再一流的业务，再一流的管理，都必须体现为一流的业绩，否则的话，对于股东来说，就不是一流的公司，而是二流的公司。公司好不好，最终是经营业绩说了算。就像一个男人，品质再好，能力再强，最终都必须能够赚钱养家，让全家人衣食无忧。

赚钱少就不是好公司。那么赚钱少是不是好股票呢？短期而言，不论赚钱多、赚钱少都可能是好股票。但长期而言，赚钱少绝对不会是好股票。

为什么？原因很简单，公司经营业绩长期增长，才能推动股价长期增长，业绩是股价的推动机。

事实真的如此吗？巴菲特用大家最熟悉的公司，也是他本人最经典的投资案例，给我们上了一堂可口可乐过去 55 年业绩增长和股价增长的历史课。

1919 年可口可乐股票以每股 40 美元公开上市。到了 1920 年，由于市场对于可口可乐发展前景的看法相当悲观，每股可口可乐的价格跌了一半多，只有 19.5 美元。但随着可口可乐发展越来越好，其股价开始反弹，而且一路上涨。到 1938 年，与 1919 年的发行价相比，可口可乐这只股票就已经上涨了 80 倍。

当时很多人都觉得股价涨得太高了，尽管可口可乐当时已经是美国软饮料行业无可争议的霸主，但是大家都觉得，已经涨了 80 倍了，实在涨得太高了，都不敢买了。

1938年，可口可乐问世已经长达50年，并且早已成为代表美国的象征性产品。这一年，《财富》杂志对该公司做了一次详尽的封面故事报道，在文章的第二段作者写到：每年回头看看可口可乐辉煌的经营业绩历史纪录，许多管理资金规模庞大而且投资态度严肃认真的投资专家都会惊叹不已，但同时也会遗憾地感叹，自己发现这家好公司已经太晚了。

他们不愿意买入可口可乐股票，因为他们觉得，这家公司已经发展到了顶点，股价上涨80倍之后也到了顶点，公司未来发展道路充满了竞争与挑战，股价未来很难继续上涨。

但是谁也没有想到从1938-1993年，这家公司的股价又上涨了625倍。55年内一共上涨了5万倍。55年间，爆发了世界大战，经历了13届美国总统换届，经历了一次又一次的通货膨胀和经济衰退，经历了一轮又一轮大熊市，但所有这些因素都无法阻挡可口可乐股价的持续上涨，都无法阻挡可口可乐的股价上涨5万倍。

为什么可口可乐这家公司的股价能够上涨如此之高呢？巴菲特分析的结论是，只有一个原因，那就是可口叮乐惊人的业绩增长。

1938年可口可乐一年只能销售2亿箱的饮料，到了1993年它能够销售107亿箱，销售量增长了50倍。

那么大家可能问了，销售量才增长了50倍，为什么同期股价就能增长625倍呢？这是因为可口可乐利润增长比销量增长的速度更快。

巴菲特计算后发现，可口可乐的股价增长和利润增长基本保持着同步的速度。1973-1980年可口可乐的利润增长速度是8%，这段时间它的股价增长速度，平均每年约为6%。1981-1988年可口可乐的利润增长速度是15%，这段时间它的股价增长速度就大为加快，每年高达31%。

我们会发现：可口可乐的利润增长速度越快，股价增长速度相应地也就越快；相反利润增长速度放缓，股价增长速度也就相应减缓。

不仅可口可乐如此，你会发现，几乎所有的股票，长期而言，都是如此。因此，我们可以归纳出一个明显的规律：业绩增长最终决定股价增长。那么业绩是如何推动股价增长的呢？

## 1. 股价是卫星，业绩是运载火箭

短期内股市是投票机，投票机计算的是投票的多少，短期内股价上涨是靠资金推动，因为股市投票用的不是选票，投的是钞票。只要买的人多，买这只股票的钞票多，供不应求，股价就会上涨，不管业绩是好是坏。这是明规则，大家天天都能看到，大家也都知道。

但长期内股市是称重机，称的是什么呢？称的是公司赢利的多少。赢利增长多少，股价就会相应增长多少。巴菲特告诉我们，尽管短期而言，股价增长与业绩增长并不同步，股价增长的幅度有时会大于赢利增长的幅度，有时会小于赢利增长的幅度。但长期而言，股价增长的幅度会与赢利增长的幅度相当。一家公司的股价表现，不会长期持续领先、也不会长期持续落后于其业绩表现。

长期内股市是称重机，最终决定股价的，不是股市，而是赢利。这是潜规则，大部分时候你注意不到，大多数人并不知道。但是如同汽车的发动机一样，尽管表面上看不到，但它却起着决定性的作用。市场可能会在一段时间内忽视企业的成功，但最终会加以肯定。

无论如何，最终决定股价的还是公司本身的业绩表现。公司赚钱，股价就会跟着水涨船高，虽然不是亦步亦趋。事实上，你越是关注股价的短期波动，越容易忽视股价的长期变化。

在日常生活中，在你住的周围，发现新栽了一棵小树，尽管经常从小树旁边路过，你也没太注意观察这棵不起眼的小树。一年四季寒暑交替，这棵小树好像有时长得快一些，有时长得慢一些。可是呢，过了几年，不经意间你突然回头一看，发现这棵小树已经长得很高大了。

很多朋友都会有这种切身体验，你会发现自己的小孩，尽管天天看着，有时好像这个月长得快了一点，有时好像那个月长得慢了点。但是过了几年，你会发现你的小孩突然长得很高，甚至比你都要高了。

一棵小树只要有养分就会不断长高，这是植物生长的客观规律。一个小孩，只要有营养就会不断长高，这是儿童发育的客观规律。同样一个上市公司，只要它的业绩不断上涨，它的股价也会持续长高，再长高，这就是股市的一个客观规律。

这个规律是一个长期的规律，可能短期内并非如此，所以你可能平时并没

有注意到。但是长期你会发现，很多公司的股价一直在上涨，一直在上涨，背后潜在的推动力量是什么呢？就是这家公司的业绩不断地上涨，上涨，再上涨。因此，只有那些业绩一流，而且能够保持持续稳定增长的好公司，才能成为长期股价表现优异的超级明星股。

是什么力量推动股价长期上涨幅度如此之大？是庄家炒作资金推动吗？肯定不是。庄家可以炒作1年，但不会是3年，更不会是5年、10年，再厉害的庄家，也绝对不会炒作出一只像可口可乐这样55年上涨5万倍的股票。

一家公司的股票，短期内，两三个月到两三年能够上涨多少，主要取决于市场资金的推动，但长期，五六年、十五六年甚至到五六十年，主要取决于公司赢利的推动。

推动股价长期持续上涨的，最终只有一种力量：赢利持续增长。正所谓天长靠赢利，日久靠业绩。巴菲特概括成一句话：股价将取决于公司未来的赢利能力。

无可否认，就长期而言，你的股票投资能够赚多少钱，最终要看股价上涨多少，但股价表现如何，却取决于公司未来的赢利增长如何。

股价就像记分牌，但一支球队能得多少分，取决于其球员在球场上进了多少球。巴菲特说：投资就像是打球一样，想要得分，大家必须将注意力集中到球场上，而不能只是紧盯着记分牌。因此，巴菲特告诉投资人，只有关注研究公司的赢利，才能找到长期涨幅最大的股票。

巴菲特告诉投资者，越关注公司的长期业绩，越有可能改善你投资的长期业绩：每个投资人的目标，应该是要建立一个投资组合（类似子一家投资公司），这个组合预期能够从现在开始的10年左右将为投资人带来最高的赢利。这样的方式将会迫使投资人思考企业真正的长期远景而不是短期的股价表现，这种长期的思考角度有助于改善其投资业绩。那么公司的业绩到底是如何推动它的股票股价持续上涨的呢？我觉它很有点像我们火箭推动卫星升空的过程一样，股价就像上天的卫星，而业绩就是把卫星发射上天的运载火箭。也许你没有想到，运载火箭分为逐级推进的三级，公司业绩也可以分逐级推进的三级赢利，

大家都知道，发射卫星上天的运载火箭一般是分为三级，首先是第一级燃烧，工作一段时间后就与第二级分离。然后第二级开始工作，工作一段时间后与第三级分离；然后就是第三级开始点火，再继续工作，继续推动着卫星不断地上升，最后达到预定的高度。

用多级火箭飞向太空探测宇宙，是“宇宙航行之父”齐奥尔科夫斯基最先提出来的。齐奥尔科夫斯基 1857 年生于俄国，靠自学成为一名中学教师。齐奥尔科夫斯基设想用多级火箭接力的办法来达到宇宙速度，就是在火箭垂直发射时，让最下面一级先工作，完成任务后脱离，接着启动上面一级，进一步提高速度。

计算表明，依靠第一级火箭的推力，卫星升空速度可以达到每秒 1 175 米的速度，然后依靠第二级火箭，又可以进一步把速度提高到每秒 5 200 米，其速度比单级火箭整整提高了 52%。

现代火箭往往用三级来发射运载人造地球卫星。中国 2007 年 10 月 24 日把嫦娥探月卫星发射上天的长征三号甲运载火箭就是分成三级。

我研究发现，业绩推动股价上涨的过程，和运载火箭推动卫星上天的过程是非常相似的。一家上市公司的股价就像卫星，推动它的赢利就像运载火箭，而且也可以分为三级，第一级是毛利，第二级是净利，第三级是未分配利润。那么这三种赢利是什么意思？我们如何衡量这三种赢利是否一流？它们是如何逐级推动股价上涨呢？

## 2. 第一级赢利火箭：毛利

业绩的第一级火箭是毛利。什么是毛利？如何计算呢？很简单。我们看一家公司的利润表，在上市公司年度财务报告上都有，也叫损益表。第一行是营业收入，表明公司销售收入是多少。第二行是营业成本，表明公司生产产品和提供服务的成本是多少。我们用这个营业收入，减掉营业成本，得出来的差额就是毛利。

举一个很简单的例子，比如麦当劳，它卖出 1 个汉堡，营业收入就是 10 元钱，制作这个汉堡的成本是 5 元钱，那么 1 个汉堡的毛利是多少呢？就等于 10 元钱的营业收入减掉 5 元钱的营业成本，剩下的就是 5 元钱的毛利。

为什么说是毛利呢？因为这个毛利只是扣掉了生产这个产品的直接成本，你做这个生意还有其他的相关的费用没有扣掉，所以称为毛利。

### 如何计算毛利率

是不是毛利高，就代表公司产品高利能力强呢？未必。假设，麦当劳一个

汉堡售价是 10 元钱，能赚 5 元钱。超市一袋大米售价是 50 元钱，能赚 10 元钱。是不是卖大米比卖汉堡更赚钱呢？显然不是。因为，单从毛利的多少，并不能判断出赢利能力的高低。合理的方法是用毛利率来衡量。刚才我们比喻的汉堡，它的毛利是 5 元钱，除以它的销售收入 10 元钱，那它的毛利率就是 50%。50% 的毛利率是什么概念呢？就是每实现 100 元钱的销售收入，就能挣到 50 元钱的毛利。而一袋大米的毛利是 10 元，除以销售收入 50 元钱，毛利率只有 20%。20% 的毛利率是什么概念呢？就是每实现 100 元钱的销售收入，能够挣到 20 元钱的毛利。同样是 100 元钱的销售收入，卖汉堡能赚到 50 元钱的毛利，而卖大米只赚到 20 元钱的毛利。可见，毛利率的高低真正反映了不同产品赢利能力的高低。

巴菲特从小就做小生意，所以他对毛利率非常敏感。在他 6 岁的时候，他就从他爷爷开的杂货店里用 25 美分的价格，批发一捆 6 瓶的可口可乐，然后到路边去零售，5 美分一瓶，一捆 6 瓶能卖 30 美分，扣掉 25 美分的批发进货成本，一捆能赚 5 美分的毛利，毛利率为 17%。这给幼小的巴菲特留下了深刻的印象，原来可口可乐产品有这么高的销售毛利率，从此他一直关注可口可乐。后来在 1989 年巴菲特一次投资 13 亿美元买入可口可乐的股票，到 2006 年年底赚了 83 亿美元，是他赚钱最多的一只股票。

### 产品越好，毛利率越高

毛利率越高，代表公司产品的赢利能力越强。毛利高的根本原因，在于消费者愿意付出比同类产品更高的价格，来购买这家公司的好产品。越高的毛利率，往往代表这家公司的产品越好。

我们讲过巴菲特选股的第一个标准是一流业务，一流的业务核心体现在这家公司产品有独一无二的非常突出的竞争优势，这种竞争优势在财务上体现出来是什么呢，就是这种产品有着非常高的毛利率。

我们回顾一下，就会发现，巴菲特购买的上市公司，其产品都有着非常高的毛利率，高毛利率来自于高定价，而高定价在于公司产品独一无二的竞争优势，这使得公司能够高定价，而且消费者也愿意接受高定价。

比如，巴菲特控股的伯克希尔公司下面有个企业是专门生产巧克力的，叫好时巧克力，这种巧克力在美国是数一数二的品牌，非常受大家的喜爱，所以产品的毛利率非常高。

这种产品受人喜爱到什么程度呢？一吃忘不了，一吃还想吃。好时巧克力每年总共保持 100 种口味，每年公司会把其中的 **M** 种口味去掉，换上新的 **M** 种口味。在 1987 年的时候，其中两种口味的巧克力被换掉之后，得罪了很多的消费者。很多客户不断写信，表达他们的极度不满：好时公司所有做出这种卑鄙决策的管理人员会嘴巴长疮流脓，你们新口味的巧克力会在运送途中融化掉，你们吃糖果时会把牙酸掉，你们公司会销售利润下降，亏大钱。我们正试图申请要求你们恢复供应原来口味的法院强制令。

最后好时公司收到好几百封的抱怨信。公司决定重新推出原来的口味，为了将危机化为转机，所有来信的客户都得到了完整且诚实的回复，随信还附赠一个特别的小礼物。信上是这样写的：“虽然我们做出了错误的决定，但值得庆幸的是最后还是以喜剧收场”

要让去掉这两种口味的管理人头顶长疮、脚底流脓，要让这个公司倒闭破产，要到法院申请把这个公司给关掉，因为它停产了我喜欢的那两种口味的巧克力。你想想，一个产品如此受到大家喜爱，这个公司的产品价格高一点，毛利率高一点可以吗？肯定没问题。

巴菲特的这家好时巧克力公司，每年都在不断地涨价，毛利率也不断提高。但尽管不断涨价，销量仍然能够保持平衡增长。

我们在日常生活中，也常见到这样的例子。你想想，为什么耐克和阿迪达斯的运动鞋卖的价格要比其他运动鞋高得多呢？其实生产成本差不了多少。卖价高就是因为它们是名牌。同样大家想一想，可能有的女士喜欢买 **LV** 的包。一个小小的皮夹子就要两三元，为什么人们会要去买它呢？因为它是个顶级品牌。这种产品的毛利率也非常高。**LV** 的产品平均毛利率高达 64%，实在是非常高。

那么有的人就会说了，这种产品的高毛利率能维持吗？我给大家讲一个生活中真实的故事。我一个朋友带着他的小孩子出去旅游，走到路上时小孩子饿了。他爸爸说：“饿了是吧，爸爸给你买点好吃的，想吃什么？”“我要吃喜之郎／“行！”

然后，他爸爸就把车停到路边，找了个小店，他爸爸一看，这不是喜之郎吗，啪，抓起来就要给这小孩子买。小孩子说：“不要！那不是喜之郎！”“怎么不是啊？”“那是喜二郎！”原来那个产品包装上面写的是二”，跟那个“之”字非常像。“我只要喜之郎，不要喜二郎。”你想想那喜之郎果冻比其他牌子的果

冻的价格高一点，行不行呢？好产品定价高一点当然十分正常，名牌产品一般都享有高毛利率，怪不得巴菲特选股只选名牌。

### 如何从毛利率分析产品赢利能力

巴菲特买的公司，都是那些产品非常优秀的公司。他在购买这个公司股票的时候，非常重视这些公司的毛利率高不高。

一般而言，巴菲特只选择那些毛利率能够长期稳定地保持在 20% 左右的优秀公司。可口可乐是巴菲特最经典的投资案例。巴菲特为什么直到 1988 年才购买可口可乐呢？一个重要原因是他发现可口可乐的毛利率出现了令人惊喜的变化。从 1976-1980 年这 4 年由于管理不善，它的毛利率持续下降，从过去的 18% 下降到了 12%。

巴菲特注意到可 U 可乐新的 CEO 郭士达上任之后，就开始大幅度地改善公司的管理，提高公司产品的竞争优势，使毛利率大幅度上升，从原来的 12% 又上升到了 19%。

巴菲特购买股票的第二个经典案例是华盛顿邮报的股票，巴菲特在这只股票上赚了 153 倍。巴菲特购买这只股票也是因为这家公司的毛利率持续提升。

20 世纪整个 60 年代华盛顿邮报公司的毛利率平均为 15%，进入 70 年代后由于工资过高、罢工等原因不断下降。1973 年，公司的税前经营利润率仅为 10.8%。巴菲特反而在毛利率最低的时候低价买入，因为他认为，该公司的影响力没变，声誉没变，问题在于工资费用过高，加上罢工问题没有解决，这些都是暂时性的问题，一旦解决，毛利率会大幅提升。

果然不出巴菲特所料，由于华盛顿邮报公司总裁格雷厄姆夫人采取了一连串降低成本的措施，并和工会谈判成功，使公司赢利状况明显改观。1978 年，公司税前经营利润率已上升至 19.3%，5 年半增长了 80%。

回顾巴菲特购买的所有这些公司，你会发现，这些公司都有一个非常好的产品，好产品体现在财务上就是高毛利率。那么是不是毛利率高就是产品赢利能力好呢？不是的。公司毛利率要符合三个条件，才称得上有比较好的产品赢利能力。

第一，毛利率要高。毛利率高，有两个好处：一是在正常的市场情况下，同样的销售收入赚钱更多。二是在恶劣的市场情况下，产品销售不景气，公司就可以降价促销，毛利率高的产品，即使大幅降价，照样能赚不少钱。而那些生产毛



利率低的产品公司，降低后可能就无法维持赢利，不降价又没人买，结果会挺不过去，只好倒闭。

巴菲特非常强调毛利串这个赢利能力分析指标：真正能够让你投资赚大钱的公司，大部分都有相对较高的毛利率。通常它们在业内有最高的毛利率。大家一定要注意，只能在同行业内比较不同公司类似产品的毛利率。因为不同行业不同产品的毛利率相差太大了。茅台酒的毛利率有 85%，但中国服装的毛利率只有 5%。

巴菲特选择的公司产品赢利能力在所有上市公司中并不是最高的，但在这些公司所处的行业，它们的产品赢利能力与竞争对手相比，往往是对手们可望而不可即的超级水平。

第二，毛利率要稳。稳的意思就是毛利率不要上下波动得太厉害。如果一个产品前几年的毛利率非常高，今年的毛利率又非常低，未来两年的毛利率可能又非常高，这样大幅度波动，说明这个产品的毛利率不稳定，表明竞争力也不稳定。

第三，毛利率要久。久是指要保持又高又稳的时间，能够持续较长的时间，这样才说明这个产品有持续的竞争优势。投资人要关注公司过去的毛利率，更要关注公司未来的毛利率。投资人最要注意，什么因素导致未来销售毛利率下降。毛利率下降是一个坏信号，

费雪同时提醒投资人要关注这家公司做了什么事以维持或改善利润率：“购买股票要赚钱，不是看购买时这家公司有哪些事情普遍为人所知。相反，能不能赚钱，要看买进股票之后发生的事情。因此，对投资人来说，重要的不是过去的利润率，而是将来的利润率。我们生存的这个年代中，利润率似乎不断受到威胁。工资和薪水成本年年上涨。许多公司现在都订有长期劳动合约，未来几年的薪资涨幅都已确定。劳动成本上扬，导致原材料和进货价格对应上涨。税率趋势，特别是不动产和地方税率，也似乎在稳定攀升。在这种背景下，各公司的利润率趋势将有不同的结果。有些公司似乎站到了幸运的位置，只要提高价格，就能维持利润率。它们所处的行业，产品需求通常很强，或者因为竞争性产品的售价涨幅高于它们的产品。不过在我们的经济中，以这种方式维持或改善利润率，通常只能保持相当短暂的时间。这是因为新的竞争性产品会很快被制造出来。这些新产品足以抵消增加的利益，随着时间的流逝，成本增幅不再能够转嫁到价格

涨幅上。接着利润率开始下滑。”<sup>a</sup>

总之，巴菲特选股的毛利率指标，有三重要求：一是毛利率高，远远高于同行业平均水平；二是毛利率稳，过去长期保持比较稳定，三是毛利率久，这种高毛利率未来能够持续相当长的时间。

毛利是公司一切赢利的基础，有了高毛利率，才能形成一个良好的运载火箭的第一级，为股价上升提供强大的第一推动力。

运载火箭只有第一级是不够的，推动股价上涨的赢利火箭第二级是什么呢？

### 3. 第二级赢利火箭：净利

是不是一家公司有好产品，有很高的毛利率，对于股东来说，就意味着这家公司就是好公司呢？未必。有高毛利的好产品，就不一定代表这个公司是好公司。对于股东而言，真正看重的是净利，而不是毛利。

#### 如何计算净利润

净利润是赢利火箭的第二级。为什么说毛利是火箭的第一级，净利是火箭的第二级？二者是什么关系呢？一家公司销售产品，销售收入扣掉销售成本后，得出的是毛利。毛利全部属于公司，但并不全部属于股东。这家公司除了这些产品和服务的直接成本之外，还有销售、管理、财务等营业费用，这些费用并不能直接归属于某个产品。

毛利扣除各项费用之后，剩下来的才是利润。利润扣除应该缴纳的所得税之后，才是完全属于股东的净利润。公司销售了产品和服务之后，首先取得的是毛利，所以说毛利是第一级火箭。毛利要扣除各项费用和所得税之后，才能得出净利，因为毛利在前，净利在后，所以说净利是第二级火箭。

比如你跟你的朋友，两人合伙投资 10 万元钱开了个拉面馆。

一年销售收入有 10 万元钱，但是，你要买面粉呢，你要雇工人呢，你要交房租，这样又花掉 5 万块钱的营业成本，那么你一年才赚了 5 万元钱的毛利。

这毛利并非你们两个股东可以都拿到手的净利，你要装修这个店面啊，你要

---

<sup>①</sup> [美] 菲利普·费雪著：《怎样寻找成长股》，海南出版社、三环出版社，1999 年，第 39 页。

做招牌啊，还有你借别人的钱，你要还利息啊，等等，把这些销售费用、管理费用、财务费用都扣掉之后，才是你的利润，拿到利润之后你还要交所得税啊，扣掉应该缴纳的所得税之后，剩下的才是完全属于你们两个股东的净利润。

### 如何提高净利润

在公司净利润的计算过程中，我们可以发现，净利润等于公司的毛利扣掉销售费用、管理费用、财务费用，最后再扣掉税收，这样就得出了净利润。

那么我们会明白，一家公司要提高净利润，只有两条路：一是增收，就是我们前面说的提高定价来提高毛利，二是节支，降低费用。

我们老百姓常说：省钱就挣钱，省一分钱就是赚一分钱。巴菲特在选股时，既重视增收，公司产品有没有高毛利率，同时也非常重视节支，他非常关注这家公司是不是采取各种办法努力减少费用，尤其是公司总部的管理费用。

节俭，是巴菲特的人生信条。巴菲特说自己的人生信条只是三条，第一是简单，第二是传统，第三是节俭。你来到巴菲特所在的奥马哈市，如果你看到一辆汽车，车牌上面写的着“THRIFT”，英文是节俭的意思，这就是巴菲特的车。

巴菲特节俭到什么程度呢？节俭到抠门甚至吝啬的程度。巴菲特是全世界第二大富翁，他有500多亿美元的个人财富，相当于近4000亿元人民币，比中国的前十大富豪加在一起还要富有。但是他住的房子，仍是50年前买的第一套房子。

巴菲特喝的还只是可乐，吃的只是汉堡，他穿的还是旧衣服和旧鞋子。他穿的鞋子，底都快磨穿了，他穿的西服呢，下面的边都磨出毛边了。

他妻子跟他女儿实在看不过去了，到百货商店里给他买了几件比较新潮一些的西服，巴菲特一看，很生气说：“马上给我退回去，我穿旧西服就行了”最著名的例子是，他有个钱包，天天就挂在他的皮带上，大家猜一猜这个钱包巴菲特用了多久？20年。后来巴菲特用这个钱包做慈善拍卖，拍到了20多万美元，捐给了慈善事业。

节俭是巴菲特的人生信条，也是巴菲特的选股信条。巴菲特本人非常节俭，那么他也非常偏爱那些节俭的上市公司管理层，他非常喜欢购买那些管理层非常节俭的上市公司的股票。

巴菲特认为，大都会的总裁汤姆·墨菲就是一个节俭的典范。大都会公司尽管规模很大，却没有修建自己的办公大楼，公司总部只是一幢小楼，两面朝向

大街，另外两面朝着哈得孙河。有一次粉刷公司总部时，墨菲特别交代：只刷朝着大街的两面墙，对着哈得孙河的那两面就不用刷了。

后来，大都会公司以小吃大，收购了美国三大电视网之一的美国广播公司，公司更名为大都会美国广播公司。收购后，墨菲第一次到洛杉矶去视察美国广播公司，公司派了一辆白色的高级超长豪华轿车专门去接他这位总裁。墨菲看到之后，非常生气，回去打了个电话：马上把这辆车给我卖掉。那墨菲后来来视察公司怎么办呢？打出租车。

他关闭了美国广播公司高级管理人员专用的饭厅和电梯。收购完成几个月后，墨菲把原来美国广播公司整座非常豪华气派的办公大楼卖给了一位日本商人。经过大幅度整顿和降低成本，墨菲把美国广播公司这个最动荡的电视网，转变成了一家业务强大、业绩稳定的电视网。

巴菲特非常欣赏的另外一个十分节俭的管理人是富国银行的总裁卡尔·雷卡德。巴菲特说，雷卡德和墨菲一样，都能在赢利屡创新高时与在经营重压之下时一样努力降低成本。其实可以这样说，雷卡德和墨菲一样抠门，甚至更抠门。

雷卡德下决心清除银行 100 多年来管理不严、成本过高的旧传统：“银行业浪费过多，清除这一传统习惯需要严格管理，紧抓不放，而不能靠一时的小聪明。”

雷卡德在加强管理、降低成本时从管理高层做起：“我们并不是在整治大家，自己却高高在上，为了真正做到严格规范管理，我们首先要从高级管理人员的办公室开始着手／

他关闭了高级管理人员专用的电梯，让他们与普通员工一起挤电梯。他关闭了主管专用的餐厅，让这些人和普通工一样吃食堂，只是专门为他们多配备了一名服务员。

他撤掉了主管办公室一直免费供应的咖啡，让他们自己买，自己冲。

他禁止高级主管办公室里用绿色植物做装饰，因为保养浇水费用过大。他把一摞摞报告扔给那些把报告交给专门的装订人员而不愿自己装订的员工们，并大声警告：“你们会这样花自己的钱找人装订吗？一个装订人员能给公司带来什么好处？”

他和其他高级主管一起开会时，往往坐在一把非常破的椅子上，这把椅子破得连原来填在海绵都露到外面了。他一边听下面的主管报告开支预算计

划，一边摆弄那些露在外面的破海绵。许多主管一看到大老板还坐着这么破的椅子，只好把原来想报的支出项目都自动取消了。

有一天，有人就对巴菲特讲，说富国银行那个 **CEO** 雷卡德，非常非常抠门。抠门到什么程度呢？在美国，过圣诞节的时候，各大公司的总部办公室，都要买些圣诞树，装饰一下，增添一些节日气氛。富国银行管行政的主管，相当于办公室主任，就对雷卡德说：老板啊，我们是美国的前五大银行之一，过节了，我们应该买些圣诞树，把办公装饰得气派一点。雷卡德说：好，这个建议很好，你去买吧，但是要花你自己的钱。

巴菲特听完了这个故事之后，只发表了一句评论：很好。我已经买了这个富国银行一些股票，我听了你说的这个故事之后，我得多多购买，重仓购买。巴菲特为什么如此喜欢这些非常节俭的公司呢？因为越节俭的公司，营业费用越低，净利润相应就越高。净利润越高，相应地，股东的投资回报率就越高，股价越容易上涨。

巴菲特非常厌恶那些放任成本费用日益增长的管理者，他对那些高调提出的成本削减计划嗤之以鼻，他曾说：“每次我看到某家公司的削减成本计划时，我就会想到这家公司根本不知道什么是真正的成本。那种想短时间内毕其功于一役的做法在削减成本上是不会有效的。一位真正优秀的经理人，不会在早晨醒来后说‘今天就是我们削减成本的日子’，就像他不会早上醒来后决定开始呼吸一样／

因为巴菲特知道，节俭成本费用，需要很多年持之以恒的努力。节俭是一种习惯，同样，浪费也是一种习惯。喜欢大手大脚乱花钱的管理者总是不断寻找各种各样的办法乱花更多的钱，喜欢一分一厘多省钱的管理者总是不断寻找各种各样的办法节省更多的钱。

巴菲特说：“我们过去的经验表明，一家经营成本高昂的公司的管理层，总是能找到各种各样增加公司总部费用开支的办法。而一家经营成本被严格控制的公司的管理层，即使是其经营成本水平已经远远低于竞争对手，他们仍然会继续寻找更多降低成本的方法。”<sup>①</sup>

所以说，最好的办法，就是寻找那些具有长期节俭习惯的公司管理人，把钱投给这些将节俭作为信条的公司经理人，投资者才能放心。

---

① **Warren Buffett: The Chairman's Letter to the Shareholders of Berkshire Hathaway Inc., 1978.**

## 如何计算净资产收益率

一个公司的净利润总额很高，是不是就代表它的赢利能力很高呢？未必。为什么这样说呢？我们在看投资赚不赚钱，不能只看赚钱的总数多少，我们应该看投资回报率，也就是说平均每投资 100 元钱赚了多少钱。

我投资 10 万，赚了 10 万，投资回报率是 100%。

假如我投资 100 万，同样赚了 10 万，投资回报率只有 10%。对于一个上市公司的股东来说，如何计算一个上市公司的投资回报率呢？

首先要确定我们所有股东总共投资了多少。这个时候我们就要看资产负债表右边一栏倒数第二行的股东权益。股东权益是什么意思呢？有一个通俗的说法叫做净资产，所谓净资产就是一个公司的总资产，扣掉属于债权人的负债，剩下的就是净资产，净的意思是指完全属于股东的资产，也叫股东权益，意思是指这些扣除负债后剩下的资产总额，是完全属于股东的权益。

这里为大家稍微解释一下。比方说，你跟老婆两人买了一套房子，假设价值是 100 万元，扣掉你借银行的 50 万元，那么这套房子属于你们俩的价值只有多少呢？只有 50 万元。

如果说你们这个两口之家相当于一个小公司，那么你们两人就是股东，这 50 万元就是你们两个人的净资产，不属于别人，只属于你们俩的，干干净净只属于你们两个股东的，所以这些资产叫净资产。从权益上它只属于股东，所以说，在财务报表上面又叫做“股东权益”。

股东权益就代表在这个公司里面，股东投入了多少资金，就是全体股东的投资总额。每年的净利润，就代表这一年公司股东创造了多少回报。用净利润除以这个净资产得出的是净资产收益率，也叫股东权益净利率，它就代表了公司股东投资这家公司的投资回报率。净资产收益率越高，表明投资回报率越高，说明这个公司赢利能力越好。相反，净资产收益率越低，表明投资回报率越低，说明这个公司赢利能力越差。

## 净资产收益率是衡量公司业绩的最佳标准

所有公司的管理人和投资人，都非常重视净资产收益率这个业绩指标。

1993 年，美国第四大银行美国国家银行的 **CEO** 马克尔，来到马里兰州立大

学工商管理学院。他一进门，说了一句话，就把那些研究生都给镇住了。

他说：“我在金融行业，有 30 年以上的工作经验，我收购兼并过 100 多家银行。大家有什么问题，请在 15 秒之内提出。大家如果不提问题的话，我马上走。”  
K 我很忙，司机在外面等着我。

这些学生一听都给吓着了，赶紧提问题。回答了几个问题之后，马克尔就跟这些学生说：“你们知道吗？我毕业于美国最好的管理学院，你们猜猜是哪一个管理学院？”这些学生就开始猜了，有的猜是哈佛，有人猜是耶鲁。

他说：“都不对，我毕业于美国海军陆战队，海军陆战队是最好的管理学院，经过海军陆战队的训练，你知道在什么时候可以把你的生命托付给你的同伴。”这些学生一听这个人说话怎么这么冲，都被他镇住了。

有个学生为了挽回面子，就问了他一个非常专业的问题。他说：“马克尔先生，如果你只关注一个财务指标，那么你会选择哪一个？”马克尔斩钉截铁地回答：“净资产收益率。”

同样，巴菲特也认为，衡量一家公司经营业绩的最佳标准是净资产收益率，而不是每股收益。而我们大部分人，包括大部分财经传媒，最关注的却是每股收益。每股收益，是指每一股股票的税后净利润是多少，用公司的税后净利润，除以公司股份总数，就能算出每股收益。

巴菲特认为：如果管理层和股票分析师们不把最关注的重点放在每股收益及其年度变化上的话，公司股东以及社会公众就能更好地弄清楚公司经营情况。

为什么巴菲特反而认为每股收益并不重要呢？因为每股收益高，并不代表赢利能力高。每股收益对应的都是一股股票能够获得的净利润。但是，同样是一股股票，不同公司股东的股票所代表的每股净资产是不一样的，也就是说每一股股票后面股东投入的资本是不一样的。

假如每股收益是 1 元钱的公司，未必比每股收益是 1 角钱的公司净资产收益率高。假如这个公司每股收益是 1 元钱，而它的每股净资产是 10 元钱，1 元钱的每股收益，除以每股 10 元钱的净资产，它的净资产收益率只有 10%。另一个公司尽管每股收益只有 1 角钱，每股净资产只有 2 角钱，但它的净资产收益率却是 50%。

对于股东来说，前一个每股收益高的公司，每投入 100 元，只能赚到 10 元的净利润。而后一个每股收益低的公司，每投入 100 元，却能赚到 50 元。很明

显，后者的赢利能力要远远高于前者。

所以巴菲特认为，要衡量一家公司经营业绩的最佳标准，是净资产收益率而不是每股收益。巴菲特非常重视净资产收益率这个选股标准：我宁愿要一家资本规模只有 1 000 万美元而净资产收益率为 15% 的小公司，也不愿意要一个资本规模高达 1 亿美元而净资产收益率只有 5% 的大公司。可见在巴菲特眼里，公司资产规模的大小并不是他选股的标准，他真正关注的是净资产收益率的高低。

巴菲特在选股的时候，非常重视净资产收益率这个业绩指标，他选择的公司都是净资产收益率超过 20% 的好公司。

比如说他在 1989 年重仓投资 10 亿美元于可口可乐时，他就分析了过去 10 年可口可乐净资产收益率的变化趋势。

1978—1982 年这 4 年间，由于未分配利润增长和股票增发，公司股本规模不断扩大，公司净资产收益率基本保持在平稳的 20% 左右。1983—1987 年这 4 年间，公司收入迅速增长的同时，公司大规模回购股票，股本规模不断缩小，使股东权益净利率迅速增长，1988 年，可口可乐的权益资本收益率达到 31.8%。净资产收益率的大幅提高，是巴菲特决定在 1988 年大笔买入可口可乐股票的一个重要因素。

巴菲特买入的 **GEICO** 保险公司的股票，1978 年该公司净资产收益率为 28%，1979 年上升到 31%，自 1985 年之后，持续保持着高净资产收益率，是同行业平均净资产收益率的两倍，是美国上市公司平均水平的 4 倍。

### 净资产收益率越高，股价长期涨得越高

为什么巴菲特如此重视净资产收益率这个指标呢？

因为他发现，净资产收益率越高，表明这家公司的赢利能力越高。赢利能力越高，表明这家公司的股东投资回报率越高。投资回报率高，就会有越来越多的人抢着买入这家公司的股票，就会推动这家公司的股价持续上涨。

巴菲特这个结论，并不只是一种直觉，而是通过过去多年的统计数据总结出来的。巴菲特告诉我们，美国最有名的《财富》杂志，做了一个统计表明，从 1978—1987 年这 9 年间，美国共有 1 000 家上市公司，但是其中只有 25 家公司的净资产收益率连续 10 年平均水平高于 20%，而且没有一年低于 15%。这 25 家净资产收益率平均高过 20% 的公司，不但在业绩上是超级明星，在股价表现上同样也是超级明星，它们的股表现，都远远超过了大盘指数，



在美国，上市公司净资产收益率持续保持着较高水平，股价上涨就会超过大盘平均水平，那么在中国，股市是不是同样如此呢？

我专门做了一个统计，中国过去 10 年股价上涨超过 10 倍的公司，净资产收益率大部分都超过了 15%，甚至超过了 20%，其中包括万科、茅台和格力等。这些股价上涨非常高的公司，都有一个共同特点，就是它们过去 10 年的平均净资产收益率水平都非常高。

那么我们在选股的时候，如何具体衡量一家公司的净资产收益率水平呢？和我们分析毛利率一样，也要看三个方面：

第一要高，公司的净资产收益率水平要远远高于同行业的平均水平。

第二要稳，不能过于剧烈波动，不能今年是 20%，明年成了 10%，后年又成了 30%，但是到了再过一年又成了 5%，这样大幅波动说明公司的赢利能力不够稳定。巴菲特设立了一个公司净资产收益率的最低标准，那就是不低于 15%，即一个公司净资产收益率无论如何波动，最低都不能低于 15%。

第三要久，保持较高的净资产收益率水平，一般要连续 10 年之上，才能够入围巴菲特的选股范围。

那么是不是一家公司的净资产收益率既非常高，又非常稳，又能够连续保持，我们就可以买入它的股票呢？是不是买入这种净资产收益率高的公司的股票，就肯定会赚钱呢？未必。

因为净资产收益率高，代表这家公司对股东而言是一家好公司，能够为股东创造很高的回报。但是，公司给股东创造的利润，不一定能够体现在股价的持续增长上，也就是说好公司未必是好股票。

我们前面已经分析了推动股价上涨的赢利火箭的第一级毛利和第二级净利。只有第一级和第二级的运载火箭还不能成功把卫星送上太空轨道，还需要非常重要的第三级。同样只有第一级和第二级的赢利运载火箭也还不能成功推动股价像卫星一样上涨，还需要第三级赢利火箭，那么赢利的第三级火箭是什么呢？

#### 4. 第三级赢利火箭：未分配利润

什么是未分配利润？

为什么说它是赢利火箭的第三级呢？

一家公司销售产品和服务，获得营业收入，扣除营业成本，是毛利，这是赢利火箭的第一级。毛利，再扣除销售费用、管理费用等营业费用，得到的就是利润，再扣除应该缴纳的所得税，就是属于股东的净利润，这是赢利火箭的第二级。

这些净利润怎么到股东口袋里呢？大家都知道，净利润一部分作为现金分红，那么就回到了股民的口袋里。但是剩下没有分配的利润呢，就留在公司里了，这些没有进行分配的利润，就叫未分配利润，也就是赢利火箭的第三级。

需要说明的是，我们这里用的未分配利润，比财务报表上的未分配利润要广泛一些，数量要大一些。

财务报表上的未分配利润，是指现金分红、股票分红等分配之后剩下的利润部分。我们这里的未分配利润，是指除了现金分红直接把现金分给股东的分配之外，剩余所有留存在公司的利润部分。要计算未分配利润很简单，只要把公司当年的净利润，扣除现金分红，剩下的就是未分配利润，再除以公司总股本，就是每股未分配利润。

有的人就说了，尽管没有现金分红，但是给我送股T。大家想想，送股，送给你的是股票，股票增加了，并没有代表公司赚的钱真正回到你的口袋里了，这笔钱还是留在公司，由公司继续运用来发展。所以未分配利润，还有个名字叫做“留存收益”，就是说这部分收益留下来存在公司了，所以叫留存收益。（收益就是赢利的意思，我们在财务上经常二者通用，比如每股收益。）

那么这部分未分配利润，或者说留存收益，怎么样才能真正回到我们股票投资人的口袋里呢？只有一个办法，那就是通过股价上涨。当股价上涨部分相当于每股未分配利润，甚至超过每股未分配利润，这样我们卖出股票由于股价上涨多赚的钱，就间接弥补了我们没有拿到手的那部分未分配利润。

那么未分配利润能不能推动股价上涨呢？巴菲特发现，二者之间存在一种非常直接的关系。本来应该分配给我们股东的这些利润，没有分配就成了未分配利润，留存在公司里，实质上相当于我们股东对这个公司追加投资了。公司用这笔新增的资本，继续来扩大生产，扩大销售，然后创造更多的利润，这样就使赢利持续增长。

赢利持续增长就会推动这家公司的股价持续上涨。对于我们这些股票投资人来说，股价上涨就意味着我们手里的股票增值了，相当于未分配利润通过股市间

接回到了我们股民的口袋里了。可见，未分配利润是直接推动股价上涨的第三级火箭，也是最重要的最后一级火箭。所以，巴菲特在选股的时候，就非常重视未分配利润对股的推动力有多大。

巴菲特用了一个最直观的指标——即未分配利润转化成市值的比率：在股市这个巨大的交易舞台中，我们的任务就是寻找这类企业——它的赢利状况可以使每 1 美元的未分配利润至少能转化为 1 美元的市场价值。市场价值，就是上市公司股票在股市上的交易价值，简称市值，相当于股份总数乘以股票市价。

在公司股份总数没有变化的情况下，巴菲特的这个选股指标可以简化为：每股 1 美元的未分配利润，至少能够转化成每股 1 美元的股价增长。

巴菲特根据多年的观察发现，这种未分配利润转化成股价增长的过程并不是有规律的，而是毫无规律可循的，不同的公司转化程度差别很大，同一公司不同年份的转化程度差别也很大。

那么如何衡量比较呢？巴菲特一般用 5 年的周期来检验所投资的上市公司利用未分配利润创造市场价值的赢利能力，他自己控股的伯克希尔也是一家上市公司，他同样用这个标准来检验伯克希尔公司。“我们认为崇高的目标应该定期用结果来检验。我们检验公司对未分配利润的运用是否明智合理的标准是，1 美元的留存收益是否至少给股东带来了 1 美元的市值增长。到目前为止，伯克希尔公司的检验结果是合格的。我们将以 5 年为周期进行连续检验。”

巴菲特在选股时非常关注未分配利润转化成市场增长的能力，因为这是赢利推动股价增长的第三级火箭，也是最重要的一个赢利指因为他是巴菲特制定的唯一一个业绩和股价结合的综合性选股指标。

以可口可乐为例，巴菲特选股前就发现，可口可乐前 15 年两届管理层领导下的公司未分配利润的市值转化能力发生了巨大变化。

1974-1980 年，奥斯汀担任公司董事长期间，公司市值从 31 亿美元增长到 41 亿美元，年均增长率只有 5.6%，大大低于标准普尔 500 指数的平均增长速度，在这 6 年中，公司每 1 美元未分配利润仅转化为 1.02 美元的市场价值增长。

郭士达上任后，1980-1987 年，可口可乐公司股票市值年均增长 19.3%，尽管 1987 年 10 月美国股市发生了灾难性崩溃，但公司每 1 美元未分配利润却转化为 4.66 美元的市场价值增长。

1987-1992 年，可口可乐公司股票的市场价值从 141 亿美元升至 541 亿美元。

在此期间公司赢利 71 亿美元，其中分红 28 亿美元，其余 43 亿美元作为未分配利润，留存在公司用于再投资。公司每 1 美元留存收益创造了高达 9.51 美元的市值增长。1988-1989 年，巴菲特投在可口可乐公司的 10.23 亿美元到 1992 年已升值到 39.11 亿美元，短短 3 年就赚了近 4 倍。

巴菲特投资的 **GEICO** 保险公司，在 1980-1992 年的 12 年间，共创造了 17 亿美元的利润，给股东派发了 2.80 亿美元的现金红利，保留了 14 亿美元用于再投资。这期间公司股票从 2.96 亿美元升值到 46 亿美元，公司保留的每 1 美元未分配利润为股东创造了 3.12 美元的市值增长。

巴菲特投资时间最长、赢利高达 128 倍的华盛顿邮报公司，在 1973-1992 年期间，累计实现净利润 17.55 亿美元。其中向股东分配红利 2.99 亿美元，其余 14.56 亿美元作为留存收益，由管理层管理用于经营和投资。

1973 年，华盛顿邮报公司的总市值只有 8 000 万美元。此后，公司市值开始不断上升，1992 年高达 27.10 亿美元。1973-1992 年在这 19 年里，公司股票市值增加了 26.30 亿美元。每 1 美元未分配利润，为其股东创造了 1.81 美元的市值增长。

巴菲特对他选择的公司的未分配利润转化成市值增长的能力非常满意：在大多数情况下，我们所投资的每 1 美元的未分配利润都转化成了两美元甚至更高的市场价值。巴菲特称之为过度转化。

为什么巴菲特选的这些公司能够实现过度转化，把股东留在公司里的 1 美元未分配利润转化成两美元甚至更高的市值增长呢？关键在于巴菲特选择的这些公司赢利能力非常强。每 1 美元的未分配利润，相当于股东的追加投资了 1 美元，公司拿到这 1 美元的追加投资之后呢，就会用来投资扩大生产、改善销售、加强研发。能否实现过度转化，主要取决于两个因素：

首先，这家公司的产品非常优秀，可以转化成很高的毛利。

其次，这家公司严格控制各项营业费用和管理费用，毛利因此可以转化成很高的净利润。净利润，一部分为股东转化成更多的现金分红，更多留下来又转化成未分配利润，相当于股东进一步追加了投资。

这样利滚利，越滚越多，股民给这家公司追加投资的未分配利润越多，这家公司整个的资本规模也越大，它的投资规模越大呢，这家公司实力就越强，为股东创造的利润也就更多，利润更多就会推动这家公司的股价不断上涨，这样一轮·轮地滚动发展下去。这些优秀的上市公司，就会把股东留在公司的未分配利润

投资运用到更多，更好的项目上，也是越滚越大，大到一定程度，就转化成这家公司的股价上涨。这些未分配利润就像我们在银行存钱获得的利息一样。我们并不是把每年的利息都给拿出来，而是把它继续存下去，利滚利，越滚越大。正如巴菲特所言，短期内股市是一台投票机，但长期内股市是一台称重机。长期内，股市称的是赢利，称的是公司为股东创造的价值。

只要这家公司的赢利持续增长得越来越多，那么股票市场这个称重机，就会称出这家公司的价值分量，作为价值的指示器，股价自然就会上涨。

前面我们讲了巴菲特衡量一家公司业绩是否一流的三个标准：毛利率、净利率和未分配利润转化成市值增长的转化率。这一章讲了赢利是推动公司股价上涨的三级运载火箭，赢利这个运载火箭包括三级：毛利、净利、未分配利润。这三级赢利火箭逐级推动，合为一体。

公司有比较高的毛利，能够推动这家公司形成比较高的净利，比较高的净利有利于有比较多的利润留存下来，就成了比较高的未分配利润，未分配利润又转化成股东对公司的追加投资，推动公司赢利更高、更快地增长，这样利滚利、利滚利不断循环往复，推动公司股价持续增长。

毛利推动净利，净利推动未分配利润，未分配利润再推动股价上涨，这样就成了赢利推动股价上涨的三级运载火箭。如果赢利运载火箭的这三级都是非常强大的话，长期而言，这个火箭能够把公司的股价推到一个很高的高度，为股票投资者创造良好的长期投资回报。

那么是不是一家公司的毛利率很高，净利率很高，未分配利润转化成股价的转化比率很高，就值得我们马上去投资，去买入这只股票呢？未必。

我们平常去买东西，东西再好，如果价钱太贵，性价比不合理，高价买肯定不划算。我们买入股票的时候，巴菲特选股的最后也是最关键的一个非常重要的指标，那就是这只股票的内在价值是多少。只有估算出内在价值是多少，我们才能够确定这只股票值不值得我们买入。那么巴菲特如何估算一只股票的内在价值呢？请看下一章《价值评估Ⅰ》