**前言：伟大源于本质**

在股票市场上，赚钱的方式多种多样。你可以玩玩华尔街的游戏：义无反顾地紧盯市场趋势，绞尽脑汁地猜测哪家公司在每个季度都能超过收益预测，但最终还是要面对无数的竞争；你也可以买进强势增长、牛气冲天的股票，但都要冒股价上涨后无人接手的风险；甚至你还可以买进几乎分文不值的股票，而根本不去考虑其基本面，但你毕竟还是要权衡一下，股价反弹带来的超额回报和股票退市而造成的损失到底孰轻孰重。

你也可以按合理价位买进那些业绩超群的公司股票，享受它们带给你的长期回报，让你手里永远不缺少现金。不过，让人百思不得其解的是，尽管有很多世界顶级投资者对这种投资策略屡试不爽（巴菲特就是其中的典范），但还有很多基金经理对此置若罔闻。

其实，落实这项策略的投资方法很简单：

1.寻找能持续多年实现超额收益的企业；

2.耐心等待，在股价低于其内在价值时买进；

3.持有股票，直到企业出现衰退导致股价高估或是找到更佳的投资机会时卖出，持有期至少应达到1年，而不是以月数来衡量；

4.必要的话，可以重复上述操作。

为什么说寻找能多年创造高额收益的企业是如此重要呢？要回答这个问题，先要看看企业筹资的目的，即吸收投资者的资金，并以此创造收益。企业就像是一台大机器，它把吸收进来的资本投资于产品或服务，然后创造出比投入资本更多的资本（当然，这是对于好的企业来说的）。但也可能出现吐出的资本比吸纳的资本更少的情况，这就是对于那种劣等企业而言了。如果一个企业能持续多年实现高投资资本回报率（ROIC），那么它就能让你的财富与日俱增。资本回报率最能说明企业的盈利能力。它衡量了一个企业是否能有效地利用其全部资产：厂房、人员和投资，为股东创造价值。当然，你也可以把资本回报率比作共同基金经理实现的投资回报，只不过企业管理者的投资对象不是股票和债券。

但是，能够做到的公司并不多，因为高资本回报率对竞争对手的吸引力，就如同花粉对蜜蜂的诱惑一样不可抗拒。而这正是资本的本质——永无止境地去寻找能带来更高回报的财富天堂，也就是说，只要有一个行业有利可图，竞争就会接踵而来。

因此，从一般意义上看，资本回报率就是我们所说的“均值回归”。换句话说就是，随着竞争的加剧，企业的超额收益将逐渐萎缩；但随着企业不断开辟新业务或是竞争对手的离开，低收益企业的业绩将不断得到改善。

但也有一些公司确实能长期性地在竞争对手面前岿然不动，它们就是你要找的财富创造机器，它们也是你构筑投资组合的基石。

**第一章：经济护城河**

什么是经济护城河？它如何帮我们挑选绩优股？

可口可乐和麦当劳都曾凭借经济护城河摆脱绝境。作为投资者，如果你选择的公司拥有经济护城河，就相当于你买进了一条能在未来若干年内不会受到竞争对手侵袭的现金流。但是，到底什么是经济护城河？

对大多数人而言，越是经久耐用的东西，人们就越愿意为其支付更高的价钱，这应该算是常识吧。这同样也适用于股票市场。寿命长久的企业，也就是竞争优势更强大的公司，注定比那些昙花一现的公司更有投资价值，因为后者从来就没有过什么竞争力。正因为如此，我们才说，经济护城河对投资者而言至关重要：拥有护城河的企业，要比那些没有护城河的企业更有投资价值。因此，如果你能识别哪些企业拥有属于自己的经济护城河，那么你就可以买进它们的股票。

要理解护城河能给企业带来价值的原因并不难，我们只需要想想到底是什么决定了企业的价值。每只股票都代表了投资者在这个企业中拥有的一份权益（很可能非常小）。一座公寓楼的价值，就是租户支付的房租现值扣除维修费用后的余额。同样，一个公司的价值，就等于预期创造的现金现值减去维持和扩大经营所必需的支出。要计算这个现金现值，我们只需按时间和风险度对利用资产创造的未来现金流进行调整。因此，我们可以说，手头持有的1美元比尚不确定的1美元更值钱，同样，可以确认的未来可收回现金，要比目前尚不确定能否收到的现金更有价值。

拥有经济护城河的企业可以在更长的时间内为投资者创造更多的经济利润（Economic Profit，指厂商的收益与它的成本之差，它表示为投入资本的回报减去资本成本，再乘以资本额）。

如果你选择的公司拥有经济护城河，就相当于你买进了一条能在未来若干年内不会受到竞争对手侵袭的现金流。这就像你花更多的钱去买一辆能开10年甚至更长时间的汽车，但一台用上几年就彻底报废的破机器，当然就不值得你花这么多钱了。

**第二章：真假护城河**

不要被虚幻的竞争优势所蒙骗

巨大的市场份额、优质的产品、伟大的CEO，这些真的就是竞争优势吗？

如果是，柯达、IBM、通用和安然为什么会跌下神坛甚至倒闭？

经济护城河若隐若现，有没有一整套具体的标准去发掘？

那么到底什么是真正的护城河呢？作者总结了几点，他根据很多公司在过去很多年的竞争地位的分析，总结出来四个特征。

第一个特征是无形资产；第二个特征是客户转换成本；第三个是网络经济；第四个是成本优势。

那么第一个无形资产，就是说企业拥有的品牌专利或者法定许可能够让该企业出售竞争对手无法效仿的产品或者服务；第二个转换成本，企业出售的产品或者服务让客户难以割舍，这就形成了一种让企业拥有定价权的客户转换成本；那么，第三个就是网络经济，可以把对手拒之门外；第四个成本优势，比如说有些公司通过流程，地理位置，经营规模等特有的资产形成的成本优势，那么他就能低于竞争对手价格出售产品或者服务。

主要是这四点，那么这四点里边其实我个人觉得最重要的、最好的护城河是无形资产，无形资产里面最好的是品牌，然后第二是客户转换成本。

**第三章：无形资产**

蒂芙尼钻石、奔驰轿车为什么这么贵？比如说蒂芙尼，他跟别的区别真的那么大吗，好像也没啥区别，但他就是贵，主要的区别还是外在的。

那么投资者常犯的一个错误，就是认为知名品牌一定会给所有者带来竞争优势，那么实际上只有提高消费者购买意愿的品牌或者能巩固消费者对品牌的依赖性的品牌才能形成经济护城河。

什么意思呢？就是说你看到这个品牌，你就只想买这个品牌或者说当他提价的时候你还是想买的，那这种品牌是最厉害的，是有护城河的，而且要重复购买。就是一个人买一个品类的东西的时候只买这一个品牌的，而且这个品牌提高价格不断提价，他还是会买，那这种竞争优势是很强大的，所以说，当你下次看到一个知名品牌，声称他品牌在特定市场拥有无与伦比的价值的时候，首先要问一问能不能卖的比同类的竞争产品的贵，如果卖得贵还有人买，那他还厉害，如果卖的贵，没人买了，那他不行。书中也做了一些解释，绿色蒂芙尼钻石卖了1.39万美元，同样等级的其他品牌的8千多美元，如果一个公司仅仅靠品牌就能卖出更高的价格，同类产品这个品牌就很强大，这个护城河是很强的。

国外有一个制药公司叫拜尔，我相信大家都听过，拜耳生产一个药叫阿司匹林，这个化学成分跟其他公司生产的阿司匹林是完全一样的，但拜尔的价格是普通的阿司匹林的两倍，这就是一个品牌的力量。

这个无形资产还有一种护城河，就是专利，实际上就是科技。

科技实现这个研发投入是非常大的，而且是需要持续的，所以说靠专利来建立一个护城河，我觉得这个商业模式往往不是特别好，因为你赚的钱要投入研发，要不停的投入，不停的去弄，那这种相对来说有难度。有些品牌一旦你建立好了，你可以很多年、几十年甚至几百年都可以享受这个品牌的知名度。

还有一种无形资产的护城河，就是法定许可。什么意思呢？在中国就是牌照垄断，那这个护城河是最强的，但是往往拥有这种护城河的公司都没有什么投资价值，因为真正让你能够垄断的公司，垄断经营的都会限制你赚钱，都是国企限制你盈利，限制你赚钱，限制你提价，比如说米面油这些东西，基本上还是垄断经营的，但是他不能让你随便无限制的去涨价。因为这关乎到社会稳定，他的涨价幅度是远远低于通胀水准的，远远低于社会所有的产品。

所以说，如果我们能够找到一家公司，他可以向垄断者那样进行定价，他可以垄断经营，但是还能随便定价，不受管制。那我们可能找到的一个拥有宽厚护城河的城堡，就说他本身是垄断经营的，但是价格又不受国家管制，这个就厉害了。举一个A股的例子，茅台就符合这个特征和垄断经营。全国的高端酒只有茅台一家，那么垄断经营他靠的专利，他需要不停的投入，搞研发，同时还能不断的提价，他提价的幅度比通胀的幅度还要快，所以说在过去这些年，茅台的利润是一直在增长，总的利润作为营收一直在增长，垄断经营还能不断提价，而且大家还有个特点，反复消费，品牌忠诚度高。

**第五章：网络效应**

网络效应是什么意思呢？就是说，一个产品或者服务随着使用人数的增加，那么这个产品或者服务的价值在增加。那比如说我举一个例子，比如说微信，所有人都用微信来聊天，那这个时候你只能用微信，别人用不了别的，因为别人用其他的，你也没法联系上别人，这个就叫网络效应。

那么有形资本往往是在基础产业上比较多，比较靠有形资本，靠资金优势。那么网络效应往往体现在哪儿呢？往往体现在信息类或者知识转移性行业，这个比较常见。

网络效应是一个非常强大的东西，非常强大的护城河，现在所有人都用微信联系聊天交流，比如说你弄一个新的产品，比如说飞信，你身边也没人用，它怎么样能够让这个产品启动，让更多人去做这个事，好像挺难的，而且这个东西还涉及到一个转换成本。所以说，网络效应用的人越多，这个产品或者服务越厉害，那这个形成了一个强大的护城河。

**第六章：成本优势**

成本优势，顾名思义就是低成本，有的人，有的公司可以通过一些办法把成本弄得很低，但是我觉得这种成本优势护城河不是特别好，一般来说，常用的降低成本的办法有几种，一个是地理位置，一个是独特的资源，比如说一些矿产，获取成本比较低，还有一些就是地理位置，比如说他在这个地理位置用工成本或者说资源，原材料的成本就比较低。

还有一些就是市场规模比较大，规模比较大了之后产量大，他可以通过一些生产流程把成本弄得比较低，但是在我看来，所有降低成本的方法，别人都可以效仿，所以一般来说，我不太喜欢买这种靠成本优势建立起护城河的公司。

**第八章：被侵蚀的护城河**

大家好像觉得投资比较简单，找到有护城河的公司，然后合理的价格买入就一劳永逸、财富滚滚而来，这个是不是太简单了，其实现实世界并非是一成不变的。

有护城河的公司其实会发生变化，因为这个世界在变化，时代一直在变化，所以说一成不变的公司可能比较少，所以说，这就需要我们时刻去跟踪，时刻跟踪世界的变化，行业的变化，公司的变化而及时发现哪一个公司护城河被侵蚀了。

那么这个时候呢？就需要及时的去做一个卖出。其实就是说，我们如果能持续跟踪的话，我们是可以发现这种变化的，过去谁也不知道混战的时候谁能胜出，这两家胜出之后护城河比较深，享受了多年的一个护城河，这一两年护城河又开始遭到了侵蚀，这个就是变化。如果能跟踪，其实就是可以很好的把握住这个行业的投资机会。

护城河首先来说，第一个是靠技术性的公司，科技创新这种是最容易被侵蚀的，因为这个行业变化特别快，创新是日新月异，而且创新的话，首先来说你要持续大的投入，但是大投入之后，你不一定能够做出来或者更快的做出来，还是有可能被别人打败，所以说这种行业相对来说，变化会比较快，风险相对来说会大一点，所以巴菲特一般很少会买科技股，就是这个原因。

这一章主要就是告诉我们，要盯住一个行业的公司，因为很多行业跟公司都是会发生变化，一旦失去了护城河，也就失去了护身符，也就没有办法再赚取超额利润。