

# 价值投资研究框架浅谈

# 目录

1

我们在赚什么钱

2

价值投资的典型案例

3

如何开展行业研究

4

如何开展企业研究

5

如何撰写研究报告

6

Q&A

# 我们在赚什么钱？（一）

## ➤ 博弈的钱

- 和其他投资者的情绪、信息面、资金面等方面的博弈赚到的钱；
- 波动剧烈；
- 多数情况下，零和；

## ➤ 央行的钱

- 人类史是一部通胀史；
- 21世纪以来宽松是主线；
- 资源型、稀缺型行业和公司能持续抵御和超越通胀；

## ➤ 企业自身成长的钱

- 长期投资最佳选择；
- 调研和研究驱动；
- 穿越牛熊；
- 非零和可共享的信息传播体系；

# 我们在赚什么钱？（二）

## ➤ 博弈的钱

- 期货市场和证券市场的坐庄为典型代表；
- 梅雁吉祥、特力A等；
- 快进快出，一般不存在长期持股概念；

## ➤ 央行的钱

- 市场PE倍数与利率呈反方向走势；
- 利率下行阶段，市场热钱将不断提升市场PE倍数；
- 经济周期上行和利率下行两者重叠时往往出现大牛市；

## ➤ 企业自身成长的钱

- 茅台、腾讯、网易、美的、索菲亚、好未来等；
- 需要360度的行业和企业调研；
- 同样可以进行波段操作；
- 百倍股几乎唯一的可能诞生途径；

# 目录

---

1

我们在赚什么钱

2

价值投资的典型案例

3

如何开展行业研究

4

如何开展企业研究

5

如何撰写研究报告

6

Q&A



# 价值投资典型案例（二）

## ➤ 贵州茅台

- 增长驱动，从公务用酒，变身消费升级，3年累计涨幅200%；
- 国酒茅台理念深入人心，相对竞争对手，其品牌优势巨大；
- 反腐开始到13-14年，重新开始供不应求状态，定价权极强；
- 维持长期跑赢通胀的判断；



# 价值投资典型案例（三）

## ➤ 好未来（原学而思）

- 全民教育焦虑下的行业爆发期，五年累计涨幅1700%；
- K12教辅机构中的茅台，品牌和品质遥遥领先；
- 核心自研的教研体系国内一骑绝尘；
- 80后的创始人团队，年富力强且极具情怀；





# 目录

1

我们在赚什么钱

2

价值投资的典型案例

3

如何开展行业研究

4

如何开展企业研究

5

如何撰写研究报告

6

Q&A

# 如何开展行业研究（一）

## ➤ 大量阅读和自我学习

- 行业性网站和文献的浏览阅读；
- 调研或咨询机构的报告和阅读；
- 卖方研究报告，同花顺、东方财富、万德等；

## ➤ 行业专家访谈

- 行业及相关中下游、竞争行业专家访谈；
- 冷启动最为困难，故带着一定研究基础访谈较容易维持长期关系；
- 有具体行业实业基础，对开展行业研究意义重大；

## ➤ 结合具体行业的草根调研

- 如互联网企业的大量产品体验、游戏行业大量的新游试玩；
- 采样的年龄层次、地域分布须合理；
- 精力或投入有限情况下，分地域选取基础管理层级别行业人员事半功倍；

# 如何开展行业研究（二）

## ➤ 我们对电商行业的研究为例

- 国家统计局每月公布社会零售数据及电商消费增速，基本与阿里京东等共振；  
<http://www.stats.gov.cn/tjsj/zxfb/>
- 保持与阿里、京东、苏宁、唯品会、网易考拉严选等各个电商平台的频繁密切沟通，同时从投资者角度为其提供意见建议；如1月份给网易电商部分做的主题分享；
- 与其他行业的高度渗透，比如服装、食品饮料行业，均有专门的电商部门，其在天猫、京东等的经营情况，能反应一部分这类平台的经营情况；
- 民间组织的渗透，如滨江商盟；
- 私人关系的寻找，如浙大系电商创业者；
- 对网站和产品的高度关注和频繁试用；
- 对年轻同事同学的每月一问一统计，涉及电商下单分布、快递选择等；

# 目录

1

我们在赚什么钱

2

价值投资的典型案例

3

如何开展行业研究

4

如何开展企业研究

5

如何撰写研究报告

6

Q&A

# 如何开展企业研究（一）

- 逐句阅读上市公司公开报告，包括IPO文件、最近三年之季报及年报
  - 传统重点部分包括业务变化、财务变化、管理层讨论和财务附注；
  - 需重点关注公司历史方向变化、股东比例变化；
  - 需持续关注管理层背景及简历，年富力强者加分，持续深耕者加分；
- 搜集公司及行业近来新闻和动态
  - 尤其关注一些专业杂志的深度分析；
- 搜集并阅读其他研究人员所做之行业及公司研究报告
  - 包括卖方和买方；
  - 重点关注逻辑而非结论；
  - 提炼逻辑差异点，分歧越大往往机会越大；
- 与上市公司进行多层次和角度调研
  - 弄清关键问题，我是谁，来自哪里，去向哪里；
  - 竞争对手比较，核心竞争力提炼；

# 如何开展企业研究（二）

## ► 我们是如何对好未来（TAL.US）开展研究工作的？

- 对公司上市招股书、季报和电话会议纪要的大量阅读；
- 对北京、上海、广州、杭州、南京等重点城市的总监级别员工的访谈调研；
- 对以上城市的家长和学员的草根调研；
- 对未来拟涉猎城市的K12人群数量、用户需求和市场空间的预测；
- 对好未来教学点报名紧张形势的关注，判断是否持续供不应求；
- 对公立学校老师、其他教辅机构管理人员的间接访谈，了解业内对好未来的看法；
- 教学内容试听；
- 管理层访谈；了解管理层特质；
- 投行研究机构和买方同行的深入沟通，尤其是股东机构的沟通；

# 目录

1

我们在赚什么钱

2

价值投资的典型案例

3

如何开展行业研究

4

如何开展企业研究

5

如何撰写研究报告

6

Q&A

# 如何撰写研究报告（一）

## ➤ 列出公司基本简介和基础数据

- 商业模式、股本、市值、EV、历史收入预测等；

## ➤ 明确结论，买、卖或无操作建议，明确目标价及时间期限

## ➤ 阐述得出结论的理由，分点列举，简明扼要

- 定性描述理由，商业模式、未来空间、团队素质；
- 定量估值（周期股PB、成长股PEG、高派息股DCF）；
- 股价催化剂、股价回归价值的出发点；
- 市场情绪和错估原因；



# 如何撰写研究报告（二）

## ➤ 行业分析

- 行业描述；
- 行业基本属性，强周期或弱周期，轻资产或重资产、技术更新快还是慢、驱动模式；
- 行业容量和市场空间；
- 供需分析；
- 未来几年行业格局分析；

## ➤ 公司分析

- 公司主要产品和商业模式；
- 公司业务、财务概况，分产品、地区的收入、毛利、经营利润构成，参控股公司占收入及利润结构；
- 细分产品及未来增速预测；
- 竞争优势分析；
- 团队与公司治理分析；
- 未来发展策略；
- 外部环境分析；

# 如何撰写研究报告（三）

## ➤ 财务模型及分析

- 要综合分析增长速度、盈利质量及盈利能力的变化；
- 横向需将业务进行尽可能的细分；
- 纵向要将变化较快或较有意义的因子进行持续跟踪和高亮；
- 同比和环比分析；
- 估值和股价目标；首选DCF，最为简单的是SOTP，成长股PEG；PE只是静态估值，参考意义最小；

## ➤ 风险分析

- 宏观风险，利率（高杠杆公司敏感）、汇率（产品出口、中概股）；
- 行业风险，政策调控、税收、环保、政治敏感性行业；
- 公司风险，大股东减持、再融资增发、连带担保、法律诉讼等；
- 市场风险，流动性及交易量、同类公司估值泡沫等；也包括市场情绪出现极端情况下的系统性风险；

# Q&A