**估值的拆解**

**一、估值是个筐**

估值是个筐，啥都可以往里装。股价涨跌用业绩难以解释的时候，大家基本上就用估值扩张或者收缩来解释了。股价波动，要么估值，要么业绩，业绩解释不了就得估值背锅。尤其是估值还那么主观，你不背锅谁背锅？

迈瑞医疗，TTM都快70倍了，还在涨；海天味业，也长期保持40-50倍的高估值；但这哥俩业绩增速只有20%多。立讯精密，这两年业绩增速都在60%左右，TTM估值也才40-50倍。最悲剧的是房地产股，万科业绩增速这几年也在20%左右，但是估值不到10倍。同增速不同命啊。

搞低估值价投的（比如买银行、地产的），说30倍以上搞成长股都有风险。但上车恒瑞的人说，我们估值一直就高，你嫌贵就只能看着我们一直涨。你说我们估值高，那是因为我们成长性好、确定性高。你估值低，是因为你风险大，你没成长空间，你只需要一眼就看到头了。

看各个论坛打嘴仗的，基本很少有因为业绩打起来的。业绩太客观了，有就是有，没有就是没有，而且随着报表的逐季发布，要么证实要么证伪。但估值这玩意，可以嘴炮一直打下去，争论经久不息。

那么有没有办法，把估值用科学的方法拆解一下，给出大致合理的区间呢。答案是有的，不能全部客观，能做到相对客观。这套方法，通过在二级市场验证，相对靠谱一些，起码比PEG那种算下未来三年业绩增速然后给估值倍数的方法靠谱多了。

**二、拆解估值的构成要素**

先讲逻辑，再讲方法，最后讲不足和缺陷。

逻辑上说，影响估值的因素非常多，那么是不是可以把这些因素一个个拆出来，然后分别给予一定的估值，最后进行加总呢？从科学的角度，是可以的。

那么影响估值的因素我们一个个来说。

**1、未来发展空间**

这个也就是未来的想象空间，在估值上肯定是可以单独给权重的，有发展空间的和想象空间给的估值权重高，没有的给的低。最简单的，你看看低估值的板块，钢铁、电力、煤炭、化工、建筑、地产，一个个可怜兮兮的不到10倍或者10倍多点的估值，他们的共有特征是总需求的空间基本已经到头了，未来看不到啥增长了。而给市梦率的那些，虽然老子现在不怎么挣钱，但老子有未来啊，万一成为微软、腾讯、亚马逊呢？这种未来空间的溢价在小票上非常明显。**就像任何一个人都不敢轻言20岁的年轻人未来会怎么样，但一个40-50岁的人，基本上90%的都可以直接定性未来大概是怎么回事儿了，对他的上限能猜个八九不离十。股票上，也是同理，莫欺少年穷嘛。**

**丧失了想象力空间的公司，在估值上的折扣是极其巨大的；同理，想象力空间巨大的公司，在估值上是极其受益的。**不信看看CRM/CMO公司的估值，一个一个都60倍、70倍，还在上涨。

**2、有行业壁垒或者是行业龙头**

行业进入有难度，比如有行政管制，有各种隐形的门槛，或者历史机会不可复制，或者公司在行业中的龙头地位极其稳固、很难撼动。壁垒和龙头，意味着护城河，意味着外人进入难度大。

壁垒和地位稳固的意思，是指公司能扛得住竞争对手或者外部进入的竞争者的打击，不至于破产，不至于沦陷。并不是说公司利润稳定。在很多TO B的行业，都有龙头性的公司，但是大家一旦打起价格战，血雨腥风，利润很可能一下就打没了，甚至大家都亏钱。亏钱，并不意味着竞争对手可以把你打死。

行业有壁垒或者是行业龙头，能保公司在竞争对手打击下不死的，在估值上是可以加分的。这部分加分，是对优秀赛道的加分，是对优秀公司的加分。

**3、商业模式的稳定性**

对于好的商业模式，不同的人有不同的理解。就我个人的理解，**好的商业模式，意味着有稳定的自由现金流，资本开支在合理范围内；应收和预付少，应付和预收多，对上下游议价能力强；下游客户分散度高，最好是TO C 或者下游客户议价能力不强的。总结起来就是，干的活不那么辛苦，不那么累，但赚的还不少，承担的风险还不大。**

**好的商业模式或者稳定的商业模式，意味着巨大抗风险能力，意味着在面临不确定性情况时有较高的概率能扛过去，意味着遇到风险时极强的风险转移能力。**看看搞园林和环保的，18年去杠杆钱紧，无数公司被应收账款拖垮；看看那些科技股存货过多的，技术一升级，存货就得减值；看看那些无自由现金流增长的公司，利润虽然越做越大，股东也拿不到什么钱，反而需要不断融资的时候会想起股东，我可没说京东方和蓝思科技。

**好的商业模式，意味着可以公司可以穿越风险，穿越不确定性。**要不然，为啥现在新冠疫情之后，大家都买消费和医药避险呢？还不是这些公司确定性高，即使钱挣的会少点，但不至于高负债资金链断裂啊，没有生死之忧啊。

**商业模式稳定给的估值，其实是给投资安全性的估值，因为安全、因为稳定、因为确定性。**

**上面三种因素的估值，我统称为“不变估值部分”。所谓不变估值，就是你随便拿出来一个股票，这三方面的因素，要么有要么没有，在两三年或者三五年的投资期内，是基本固定的，是不会有大的变化的。**煤炭股今天没有想象空间，不会说两年后就有了；CRO（医药研发外包）的想象空间，也不会说明年或者后年消失了，它是未来可以延续很多年的大趋势。海天酱油的龙头地位，也不会说一时半会就没了。你一个上下游都受挤压的制造类公司，也不会说明年客户突然就变善良付你现金全款，不给你打白条了。

简单来说，上述几方面的因素，**行业空间方面，几乎很难改变。行业壁垒和龙头地位，随着优秀公司的不断努力，可以改变，但需要时间，需要业绩去证明。商业模式的稳定性，也非常难改变，有些行业几乎绝对不可能改变，但部分行业经过极其优秀公司的努力，可以改变一些，不够这需要时间。**如果你的投资周期是两三年的话，那基本上可以直接定性这几部分都是“不变估值部分”。

**下面还有几种因素，是可变的。**

**4、业绩增速**

业绩增速这玩意，很多公司每年都在变，周期类公司和科技类公司经常大起大落。你看那些动辄100%，甚至好几百甚至上千增速的，基本都周期股和科技股，以前业绩烂的要死，突然有天咸鱼翻身了，去年挣10万块钱，今年挣了1000万，业绩就翻了100倍。

业绩增速有快有慢，是商业里的常态。一年的高增长很容易，持续的高增长很难。**做成长股投资的，特别容易被坑，尤其是不可持续的高增长。为不可持续的高增长付出高溢价，是成长股投资时最容易掉进去的坑。**某聚环保、康某新、欧某光等等一大票成长股，长着长着有时候就失速了，每次失速，对投资者都是一次重击。

市场普遍愿意给当年的高增长以高估值，当年低增长了，又迅速杀估值。这些年，好多成长股都在财报公布不及预期后，迅速杀估值。伟星新材、索菲亚、飞科电器等，都在业绩失速的时候被迅速杀估值。

**5、行业景气度**

行业景气度，是看行业是一派萧条还是一派欣欣向荣。如果行业非常景气，那么行业内公司就是订单又多了，业绩频繁传喜报，奖金增加了，调研增加了，电话会议增加了，年会搞了个大新闻等等。如果行业不景气，就是砍单，就是裁员，就是老总们讲话“对前景不悲观”、呼吁大家“合作共克时艰”。

**行业景气度高的时候，行业内个股都受益，大家的估值水位都会往上抬升。行业景气度下降的时候，大家水位也都会受影响。**

比如，特斯拉在中国建厂后，随着工厂投产，随着特斯拉销量增加，随着特斯拉说要把国产化率从30%多提升到100%，整个产业链都沸腾了，不管跟特斯拉有没有业务的，估值都蹭蹭涨了一阵。

**6、市场风险偏好**

市场风险偏好高低，也影响估值。大家风险偏好高的时候，胆子就大，什么都敢炒，炒起来也比较猛。市场风险偏好低的时候，看啥都不安全。

这不，今年2月份还火的一塌糊涂的芯片半导体，现在随着风险偏好的消散，不少已经跌去了三分之一甚至一半了。

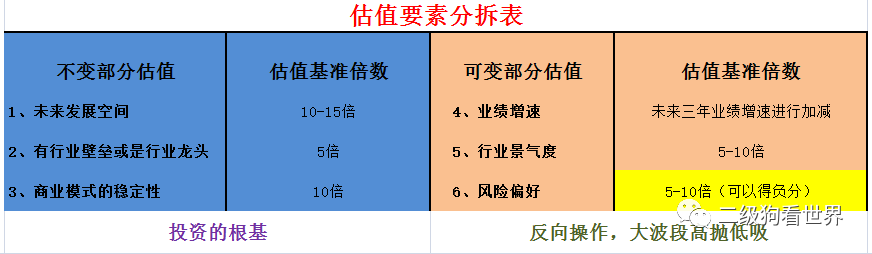
**风险偏好还可以区分为市场整体风险偏好和行业风险偏好。**市场整体风险偏好是全市场的情况，行业整体偏好是对具体行业的。比如，最近大家担心宏观经济受疫情拖累，对消费医药的风险偏好在提升，但对出口类的风险偏好在下降。15年大家都喜欢小票，16、17都喜欢大票和龙头，这种风格的偏好，也是市场风险偏好的一部分。

**与其他部分不同，“风险偏好”部分是可以是负分的。这部分不仅可以加分，在某些情况下直接还可以变成负分。风险偏好是可以打掉其他部分的估值的。**

上面这三个因素，**可以统称为“可变部分估值”。**所谓的可变部分，就是很容易变化，经常会变化的。业绩增速，每个季度都变；行业景气度，也经常会变；至于风险偏好，更琢磨不定，一会胆大的不行，一会又是胆小鬼。

**三、给估值各要素打分**

拆分好影响估值的几个主要因素后，那就要给各个部分赋予估值倍数或者权重了。



以我上面做出的这个表来说，主观的给各项要素估了个身价，大家也可以根据自己的经验进行调试。**那么给各个要素出价的方法是什么呢？和做科学试验差不多，选择两个股票，其他方面要素几乎都相同，只有一个要素差异比较大，看看这个要素大概值多少倍。**

比如，茅台和海天，都是消费品龙头，也都建立了自己的壁垒，商业模式稳定性也都非常好（茅台可能更好一些），业绩增速都在20%在30%。二者面临的景气度和风偏也差异不大。差距大的在哪呢？在于行业的发展空间，或者说是投资者想象的空间。白酒的总产量已经很多年不增长了，茅台的增长靠的是消费升级，靠提价，靠吃掉更多低端酒的份额。而酱油，总量上还在增长，海天吃掉其他竞争对手的份额以及增加品类的预期还非常强。一个已经是存量博弈（集中度提升），一个是在还有增量的行业里，不仅有存量博弈（集中度提升）还有总需求的增加。发展空间，或者说想象空间是二者最主要的差异。茅台的估值，17年以后以30到35倍为中枢，酱油的估值17年后以40到55倍为中枢，高了10到20倍。所以我们可以认为，10到15倍的估值差距，给在了未来行业发展空间的预期上了。

这个也可以解释，为什么行业发展空间比较大的股票，业绩不及预期的时候，跌一下很快就回来了。而有些空间不大的股票，一旦业绩不及预期，就非常凶狠的杀估值。行业空间比较大，大家就认为你一个季度不及预期，以后还能好，业绩恢复了就行了，很宽容。而行业发展空间不大，大家预期你是增长彻底到头了，很可能要永别高增长了，所以要永久性的砍掉给你的这部分估值。

用我上面的这个模型，很多估值问题就能解释了。

比如，晨光文具。这么一个一点都不性感的行业，15年上市之后TTM估值长期保持在30到45倍之间。很多人非常不理解，一个既非高科技，也不性感的公司，凭啥享受这么高估值啊，而且估值下限30倍非常稳定，无论是股灾一二三期间，还是贸易战期间，都是30倍的估值底。

但是细分拆一下就发现这么给估值问题不大了。行业未来发展空间这块，你说总量提升空间多大，好像真不大，但是集中度提高的空间巨大。这部分少点，就给5倍吧。龙头这块，基本上也无异议，后面的竞争对手规模和实力都差距很大，给5倍。商业模式这块，非常稳定，现金流好，对上下游议价能力也不错，资本开支小，给10倍。这么一估，固定部分就可以给20倍。可变部分，景气度和风险偏好这部分就不想了，一个不性感的行业，一个不可能超高速增长的行业，就当给都0好了。业绩增速这块，基本上是20%到30%的增速，预计未来保持在20%的增速也是有可能的，给20倍。那么相加的结果20+20，就是40倍，考虑到业绩有时候会高点，所以估值40到50倍都出现过。

再拿迈瑞医疗为例。医疗设备行业发展空间巨大，给10倍；行业龙头，给5倍；商业模式好，给10倍。固定部分，就给了25倍。可变部分，业绩增速20%到30%，给20到30倍。也就是说，迈瑞正常的估值区间，应该在45到50倍。迈瑞TTM估值，低点38倍，高点55倍左右，基本符合。但最近有了新情况，疫情影响，呼吸机之类的设备出口大增，市场避险也导致资金大量涌入，相当于在景气度和风险偏好上，都可以再给些估值。景气度给10倍，风险偏好给10倍，可以解释迈瑞估值最近从50倍上升到70倍。

**四、重新认识一下估值**

**如果用“估值不变部分”和“估值可变部分”模式去理解问题的话，很多问题迎刃而解。**比如，桃李面包业绩增速不到20%，但估值在40倍左右；为毛我制造业，业绩增速已经到40%了，还只给我20倍估值。核心差距在哪呢？**在于估值构成中，“好公司”“不变部分估值”占比高，给的估值是相对恒定的，不太受短期因素影响；而你一个“差公司”，就算一时业绩好，一时景气度高，一时风险偏好高，但你不可持续，不稳定，那些可以加分的因素不一定啥时候就消失了，所以根本就拿不到固定的“不变估值”，只能拿“可变估值”。**这个可以解释很多搞成长股的同学的疑惑，为啥增速都是30%，但是同增速不同命，有的给50倍估值，有的给20倍估值。

顺着这个思路再深入往下探究一些，就可以接近更多真相和秘密。

你会发现，好的公司， 长牛的股票。左边“不变部分”得分都比较高，你会发现那些昙花一现的，那些送好多投资者上西天的公司，都是右边“可变部分”得分比较高的。玩成长股玩砸的，都是左边“不变部分”不够硬实，而右边“可变部分”一旦开始向下变化，就疯狂杀估值，直接要人命。**“不变部分”构筑出来的估值，非常扎实，很多股票的估值下限，基本上就是“不变部分”的总和。**

**那么最终结论是啥呢？想降低投资风险，要尽量搞“不变部分”稳定的公司，而不要搞“可变部分”短期得分太高的公司。长牛股，基本都是“不变部分”得分高的公司，“不变部分”得分低的公司，好像没出过太多长牛股。**

**一时的业绩增速，景气度，风险偏好，都是容易的，都是廉价易得的，不能给他们过高的估值和溢价，因为他们消散的非常快。行业发展空间，行业壁垒和行业龙头地位，公司优秀的商业模式，是极度稀缺的，要给他们高估值。最关键的是，“不变估值部分”，恰恰确保了公司的竞争优势和未来发展空间，确保了“可变部分”的业绩增速的持续性和稳定性，只要“不变部分”是稳定的，那么公司“业绩增速”相对来说就会稳定一些，通过每年的业绩增长，可以不断消化掉估值。而没有左边“不变部分”做支撑，右边“可变部分”无论是可以随时消失的景气度和风险偏好，还是业绩增速，都是极不稳定的。**以我有限的理解来说，这个应该已经非常接近估值的真相了。

因为误解估值被伤害的，大概有两类人。**一类是为“可变部分”付出了高溢价，收获了亏损和下跌；一部分是不愿意为“不变部分”付出估值和溢价，导致眼睁睁看着看好的公司不断上涨，永远没有买入机会。**最终结果就是不断叹息，要是当初买入XX就好了，现在已经XX倍了。

**五、不变估值和可变估值在实际操作中的应用**

**在实际应用中有几个要点：**

1、对于非常优秀的公司，对于“不变部分”得分高的公司，可以在其他分数几乎都被打掉的时候，考虑买入。也就是沿着“不变部分”的估值买，经常可以买到一个好公司估值的下限位置。指望好公司，也跌到10倍，和那些没有前景、没有护城河的垃圾公司一个估值，很难。即使经济危机了，也不一定能到。

2、如果一家公司，在“行业景气度”、“风险偏好”上得分非常高，一般是择机卖出的好时机，而不是买入。就像几个月前的芯片、半导体，风险偏好一旦消散，几天时间30%到40%就跌没了。最关键，你还不知道针对它的风险偏好啥时候能重新回来。据我所了解的情况，大部分人都是在业绩非常好，行业景气度高，市场情绪亢奋的时候，一拥而上买入的。现实总是非常反人性。

3、形成好习惯，**给“不变部分”付估值要大度一些，给“可变部分”付估值的时候要吝啬一点。长期坚持下来，疗效会非常好。**

4、如果你发现某些公司，“不变部分”也被打折了非常多，那有可能意味着被错杀了。买入通常有修复的机会。比如，之前7倍的格力，现在7倍的地产龙头。我说的是有可能，而不是一定。不同人对行业空间，对龙头，对商业模式的理解是有差异的。你以为的误杀也有可能就是看走眼了。

**最后讲下这个估值拆解方法的不足和缺陷**

1、对强周期股不太适合采用这种方法，对互联网类股票不适合，对新兴科技类股票不适合。他们是另外的体系和玩法，限于篇幅今天不讨论。

2、每项要素给的估值区间，需要根据情况做加减，比如行业空间比较大，到底是给10倍还是15倍；比如龙头，到底是真龙头还是竞争力有瑕疵的龙头，这些更多的是经验和感觉了，没法严格的定量分析。

3、需要经验的积累。用这个方法，要看过很多不同类型的股票，要了解竞争优势是如何形成的，要了解什么样的商业模式是好模式。这个还是需要有一些经验和积累的。刘姝威非说京东方是极其优秀的公司，是中国科技的典范，你说跟她你有啥好争论的嘛？有意义吗？

   不说了，你们先看先转发，我去哭一会儿。年轻的时候给“可变部分”付估值太多了，给“不变部分”付估值太少了。现在流的泪，都是以前脑子里进的水，上面说的很多坑，我都掉进去过。