



# 微淼商学院 302 班

## 第五周课堂分享---企业分析之护城河

### 目录

1、无形资产	5
2、转换成本	6
3、网络效应	7
4、规模优势	8
5、警惕护城河陷阱	9
6、腾讯护城河分析	10

### 核心重点：

- 1、我们分析企业经营的核心，就是给一家企业定性
- 2、不过大家要注意，知名度高的品牌未必能带来超额收益！
- 3、网络效应的本质是基本模式就是规模越大，价值越高！
- 4、网络效应和规模优势可相互作用、彼此增强！

提问：按照咱们的选股标准，可能会把某种类型的好公司给过滤掉，大家知道吗？

主要是金融业,金融业基本都是高杠杆的,资产负债率 80%以上很正常,比如银行、保险等。所以按照咱们的标准所有金融业的公司都不能入选。

银行业 90%的资产负债率，大部分来自存款，这些负债都是实实在在的存在的

但是资产呢？

资产的价值波动是比较大的比如贷出去的款收不回来了，其实银行业的风险是比较大的，大家要知道这点。

只是在中国比较特别，银行有政府托底，一般不会破产，这点大家要明白哦

内地最优秀的银行是招商银行、最优秀的保险公司是中国平安，这两家公司也具有长期投资的价值。财报课里还会给分析招商银行的财报

其实不只是 A 股，港股市场部分好公司也被淘汰啦

大家知道港股里面有哪些吗？

还有金沙中国，港交所、腾讯。

还记得金沙为什么淘汰吗？

金沙是赌场股，主要是资产负债率 18 年不符合。具体大家可以看看金沙的财报。

有时间看看它是否符合指标？应该只有资产负债率是不符合的。

金沙分红超级高，如果分红少一点，资产负债率就没问题啦！金沙也算好公司。

而对于交易所来说，高资产负债率没有风险，反而是竞争力强的表现。

香港交易所的毛利率没有显示，金融行业没有直接的产品，但是它的毛利率非常高，毛利率和茅台是一个水平的。

小米、美团都在这个交易所上市的，很多国家的股票都会来港交所上市，它核心竞争力很强，有垄断权，有定价权。

除了港交所以外，大家刚刚说啦，还有腾讯。

腾讯，这家公司也特别好！港股避不开腾讯的。

茅台是 A 股的股王！腾讯算是港股的股王！

腾讯是一家非常优秀的好公司！

腾讯主要就是分红不符合，但是分红的金额非常大

**首先强调一点：如果把分红分给你，你自己存到银行收益率是多少？**

嗯嗯，那如果腾讯少一点分红，把分红的钱拿去发展主营业务，这些钱给你创造更高的收益，比如 20%以上

你是愿意要分红还是情愿他少点分红呢？

是不是更能提升公司的核心竞争力呢？这种公司高收益确定性比较大。

所以关于分红一定要客观看待，具体问题具体分析哈。

如果公司不分红，把分红用在刀刃上，促进公司净利润增长更快，护城河更加宽广，没有分红也没事。

这样股价更容易上涨，反而赚的更多。

课程用分红来定标准是有很多公司不分红，大概率有问题，而不分红又很好的公司比较少。

每一个条件都不是绝对的，一定要具体问题具体分析。

**提问：大家知道我们为什么要做企业分析吗？**

我们投资股票的本质，就是在购买企业的部分股权，如果我们可以分析出企业的经营情况、现金流情况、盈利变化等因素，那我们对一家企业是不是就更加了解了呀？

**我们了解了一家企业的经营模式，就可以知道这家企业是怎么赚钱的；  
我们分析了一家公司的护城河，就可以知道这家企业的盈利是否可以持续；  
我们分析了一家企业的领导人，就可以根据领导人的水平，来大致确定这家企业可能达到的水平和资金的使用效率等。**

为什么茅台一直存在腐败问题，却依然在持续发展？为什么去年猪瘟事情，双汇的股价大跌，咱们却认为是投资机会？为什么年后股价大跌，咱们却认为这是投资的好时机？

茅台属于护城河非常宽，属于傻子经营也能赚钱的企业呢，双汇的品牌、渠道网络建设非常完善

拿同行业举例来说：白电行业有两大巨头，分别是格力和美的，主营业务都是空调，假如这两家公司的净资产是相同的，格力每年可以赚 30%的净利润，美的每年可以赚 20%的净利润，相对来说格力是不是要比美的好？

那么是什么因素导致两家公司有这种差异呢？是管理团队的能力差异吗？是对销售渠道的管控能力吗？是产品质量的差异吗？是品牌的影响力吗？

上面的这些问题，每一个都会影响我们投资的决策，也都是可以通过分析一家企业的各方面影响因素得出结果的。

而我们分析企业经营的核心，就是给一家企业定性：这家公司是不是好公司，是属于极好类公司、普通好公司、普通公司、差公司中的哪一种。

接下来，老师将带大家从企业护城河的角度，来分析腾讯这家上市公司的情况。

一家优秀的公司，一定是有某种护城河存在的，这是企业建立的竞争优势，可以保护企业抵抗住外部的竞争。我们先来看看企业常见的护城河有哪些？

下面简单和大家说说关于护城河。



## 护城河模型

这是咱们实践课中企业分析模板里的护城河模型。

护城河应该是巴菲特最重要的投资理论之一，他曾多次提到，他说，一家真正称得上伟大的企业，必须拥有一条能够持久不衰的护城河，从而保护企业享有很高的投入资本收益率；

企业要想持续不断地取得成功，至关重要的是要拥有一个让竞争对手非常畏惧的、难以攻克的竞争堡垒；在商业世界，我努力寻找被无法攻破的护城河所保护的经济城堡。

护城河的常见类型主要有以下四种：

## 1、无形资产

### (1) 品牌

举个例子：我们买过空调的同学应该都知道，格力的空调比市面上其它国产空调价格要高，虽然格力价格高些，在有充足预算的情况下，我们是不是依然愿意买格力而不是美的或奥克斯呢？

虽然是同质化的产品——空调，但是我们宁愿多付出一些成本，也愿意买格力，同学们用自己的话来说一下，这是什么原因呢？

质量好

是

“格力，掌握核心科技” 这句广告词大家应该都听过吧，在消费者心目中，格力是不是就有质量好的意思呢？

这就是品牌的影响力！

有些产品，消费者会愿意多付出一些金钱成本，所以好品牌是一家企业的护城河之一。

不过大家要注意，知名度高的品牌未必能带来超额收益！

比如在汽车行业我们都知道奇瑞，比亚迪等等，但是你愿意为买这个牌子花更高的价格吗？

只有拥有定价权的品牌才能拥有强大的护城河，这具体表现为，这个品牌可以提高消费者的购买意愿或者消费者有动力单纯为这个品牌支付更高的价格。

关于定价权，我在这里解释一下：一个是企业自主定价权，比如贵州茅台、云南白药、片仔癀这样的企业可以长期提价，这是显而易见的定价权；另一个可以视为高于市场平均水平的“价格溢价”，例如格力空调对比美的空调。

## （2） 专利技术

专利技术可以保护公司在专利期内独家经营某项利润丰厚的业务，但必须要正视以下几点：

- ① 专利保护都是有时间期限的；
- ② 专利技术构成的护城河并非高枕无忧，竞争对手的专利律师会想尽办法，寻找各种规则漏洞，来获取专利带来的超额利润；
- ③ 将利润押注在单一产品专利技术上的公司是危险的。

因此，具备多元产品技术专利矩阵且拥有持续创新企业文化的企业，才可能具备长期的护城河，这里面典型的例子就是各类医药巨头，比如说强生、辉瑞等。

## （3） 监管牌照

很多生意利润丰厚，但要是做这业务，则需要政府部门颁发牌照，这就是特许经营权。

很多公用事业公司就属于此类，此类护城河虽然坚固，但公司对终端产品却并没有太多的议价空间，产品价格受管制，比如说机场、高速公路等。

## 2、转换成本

转换成本，指的是当消费者从一个产品或服务的提供者转向另一个提供者时所产生的一次性成本。这个成本并非企业为生产产品或提供服务所付出的成本，而是消费者在做出消费选择时付出的成本。

转换成本护城河的好处在于转换代价太大，客户不容易离开，黏性大，客源稳定，公司在定价方面有更大的话语权，可以获取更大利润。

构成企业“护城河”的诸多因素之中，转换成本是很重要的一个。

**第一种转换成本**，来自于搜寻和尝试成本。

如果某一件产品和服务，能够使消费者得到满足，那么除非有额外的利益（转换成本），否则消费者不会轻易去认知和尝试新产品和服务。

产品或服务的价值量越低，就越不值得消费者去搜寻新产品或服务时，更不用说尝试。但是，还需要满足一个条件，就是产品或服务必须具备差异化，这种差异化越大，那么转换成本也就越大。



**第二种转换成本**，来自于交通运输成本。

这种现象主要发生在实物产品上，而且单位价值的产品重量（或体积）越大，那么这种转换成本越高。这种现象通常多来自初级产品或原材料。例如水泥、砖、沙子等建筑材料。

**第三种转换成本**，来自于学习成本。

我们都知道，一旦人们学会了某一种电脑操作系统，就很难更换操作系统。因为重新学习一套新系统的过程实在太痛苦了。

同样的事情，还发生在财务软件、数据库系统、OA 及 SAP 等办公系统上。除了要重新学习之外，要从这些系统中迁移数据和资料，更是一件非常麻烦的事情。而且这个工作很难做到 100% 无差错，只要一丁点的差错，就可能给企业带来更大的损失

**第四种转换成本**，来自网络规模效应。

前面我们提到过操作系统的例子，其实除了学习成本以外，还有网络规模效应。

基于某一个操作系统开发的应用程序，换到另一个操作系统平台，又需要重新适配，甚至全部从头来过。

当一个操作平台形成规模以后（用户多），应用程序的开发者也会基于这个平台去开发程序。当这个平台的应用程序多了以后，用户也会毫不犹豫选择这个操作平台，因为这样能够使用到更广泛的应用程序。两方面相互促进，使得这个平台的重要性越来越高

另一个例子，是手机运营商。由于携号转网尚不普及，若要更换移动运营商，必须更换手机号。这意味着更换手机号后还面临大量的后续工作。

不仅需要一一通知亲朋好友，而且网银绑定的手机号、水电费提醒提醒的手机号、各类网站注册时留下的手机号、甚至之前开拓业务留下的名片，都还是原来的号码，都需要一一更换过来。

人们生活的网络，已经把手机号码印在了众多需要交流的领域。

再比如腾讯的 QQ 和微信。单个的个体要更换通讯软件很容易，但要使“我的好友”也一一更换到另一个通讯软件，就很难了。而“我的好友”又有好友，要使这第二重关系也全部转移，几乎不可能办到。

在 A 股中，最有代表性的公司应该是恒生电子，现在很多的基金公司和券商的 IT 系统都是用的恒生，系统这种东西，牵一发则动全身，很难发生更换。

### 3、网络效应

今天我先问大家一个问题，如果你远在他乡突然想起了家乡的美食，如果你想要买一件与某当红明星同款的衣服，如果你家里缺了某个小物件，你会去哪买？

答案肯定是万能的淘宝。因为在这里，你几乎能买到任何想买的东西。

再问你第二个问题，如果你想开网店的小商家，你会去哪开？

淘宝，因为这里有数以亿计的买家。阿里巴巴最新财报显示，淘宝的年度活跃消费者已经达到 5.76 亿。

一边连接着亿万用户，一边连接着海量商家，这就是为什么阿里巴巴这么牛。这也是今天我要和大家分享的，超级牛股的第二种基因，网络效应。

什么是网络效应呢？

当对某用户价值取决于其他用户的数量时，在经济学中就称为网络效应。

网络效应护城河是指具有网络效应的产品和服务，其价值随着用户量的增加而提高，它所形成的网络会不断扩大自己，并且不断排挤其他小型企业，这样不断地良性正向循环形成强大的竞争优势。

网络效应的本质就是规模 and 价值的正循环，而且价值的提升速度要大于规模的增速。

其基本模式就是规模越大，价值越高！

而一旦形成这种网络效应，无论是供给端，还是需求端就都被牢牢吸附在这张网络之中，很难脱离，在这种粘性下，供需两端的迁移成本都是巨大的。对这家平台公司来说，也就构成了非常深的网络效应护城河。

和以有形资本为基础的行业相比，网络效应在信息类或知识转移行业中更为常见，原因是信息是非排他性商品，就是这种商品可以同时给很多人共享，一个人使用并不妨碍其他人共同使用。

这应该是最强大的护城河，这在互联网行业中表现得淋漓尽致。

有网络效应护城河的企业就如淘宝网，随着用户群体的不断增加，淘宝网的功能也越来越多，其价值也随着不断变高，现在成为聚集了最多电商的地方，仅仅双十一就能达到几十亿的流水，淘宝网在网购平台中也属于大哥大的形象。



网络效应一般在互联网中较为常见，在有形商品中则一般不存在。

这种护城河叠加了高转换成本，和后面要讲的规模优势，是非常好的一种护城河类型。

#### 4、规模优势

经济学中的规模效应是根据边际成本递减推导出来的，就是说企业的成本包括固定成本和变动成本，混合成本则可以分解为这两种成本。

在生产规模扩大后，变动成本同比例增加而固定成本不增加，所以单位产品成本就会下降，企业的销售利润率就会上升。

因为这样的生产方式，规模越大，分摊在单位产品上的成本也就越低，整个公司的利润率也就越高，最终会让强者恒强，建立起行业壁垒，使新的竞争者很难进入。

这种护城河在制造业中经常出现。中国空调行业基本就经历了这样一个发展过程，最终市场份额主要掌控在两大行业巨头格力和美的手中。

另外有一家公司：双汇发展，可以称为这种护城河的标志。

双汇发展的主营业务是屠宰生猪，通俗来说就是个杀猪的，但它是屠宰业的龙头企业，它的优势就是打通了从养殖到成本肉的链条，从生猪养殖、屠宰到生猪肉、高温熟食等全产业链发展。

由于规模效应和全产业链的发展，双汇的屠宰成本要比同类公司的混合成本要低，如果双汇的猪肉卖 2 元钱可以赚 0.2 元，那其它公司的猪肉卖 2 元可能就要亏 0.2 元。

双汇的核心竞争优势就是通过打通全产业链，形成规模效应，降低成本，充分发挥了资本的高周转率，以此来盈利，而其它同类公司很难做到这么优秀，这就形成了双汇的寡头发展，而低成本也给双汇发展塑造了一定的护城河。

规模效应护城河可分为三类：低成本的流程优势；较大的生产规模；庞大的配送网络以及对利基市场的统治。

(1)、低成本、优化的流程优势：新进入的企业无法迅速复制其生产流程，或是即便能复制这一流程，也没能破坏整个行业的运行规律，那么，建立在流程基础上的成本优势就可以形成暂时性护城河。

(2)、强大的生产流水线：工业流水线的生产越接近于最大产量，生产效率就越高，盈利就越高，多见于制造行业。或是通过扩大销售来分摊固定成本，例如：游戏行业。

(3)、庞大的配送网络：建立庞大的配送系统，拥有更多配送点，订单配送的数量与效率相应越高，以此来分摊固定成本，增加盈利，例如：大型快递物流公司；京东。

(4)、对利基市场的统治：利基市场指的是金融大鳄“看不上”的小众市场。即使一家公司在绝对规模上不够大，但只要在市场的某一局部超过其竞争对手，一样能形成强大的优势。

## 5、警惕护城河陷阱

正如帕特·多尔西在他的书中所追问的，巨大的市场份额、优质的产品、伟大的首席执行官（CEO）等这些真的就是竞争优势吗？

如果是，柯达、美国国际商业机器公司（IBM）、通用和安然（Enron）为什么会跌下神坛甚至倒闭？

这说明，有些企业表面上看护城河很宽，但其实它具有的是虚假的护城河。我们国内当年的四川长虹就是一个很好的案例，而它具有的是一种护城河陷阱。

还有一些护城河陷阱（或称为不太理想的护城河）不容易识别。

有的企业对某种自然资源具有独占性，比如黄山旅游，其护城河不可谓不宽，但黄山再大也就一座黄山，其容量是有限的，长期讲这样的企业成长动能往往不足（提价权又受到政府的一定管制）。

城市供电、供气等公共事业，机场、港口、码头等公共设施，表面看，这些企业有客户转移成本，对消费者形成捆绑，即企业有一定的独占性，但是它们由政府垄断，而政府更多是考虑公益性，因此这类企业缺少定价权，常常利润稀薄，甚至亏损，要依靠政府补贴来度日。

所以，这类企业实则具有护城河陷阱

当然，市场如果将这些企业的股价打压得很低，而且它们仍然能够保持优厚的分红，我们也不能否认它们的投资价值，但从未来发展空间上考虑，至少不应该将它们作为长期投资的首选。



我们来分析一下腾讯的商业逻辑。  
首先可以从巨潮网等平台下载腾讯的年报。

那么公司的产品或者服务，是通过“连接”，连接现在的人，物，推送产品（广告），从而盈利。个人消费是腾讯产品最主要的消费群。

那么再看同行呢？可以看到，在国内他基本没有同行（哇，一家独大呀），国外的话不能拿来比较。

而网络效应护城河没有具体的判断指标,所以我们主要进行定性分析。

从定性的角度来分析，首先腾讯微信不再仅仅是个产品，而是连接了 8 亿用户的大平台，它可以让小的个体创造价值，体现价值，变现价值；

腾讯微信将人们连接起来，别人都在用腾讯产品，不用就没办法正常生活（微信等），这个符合网络效应护城河的表现。

主要是转换成本、网络效应和规模优势哈

## 1、网络效应

我们看到微信的月活已经超过 **11 亿** 了哈,这是什么概念呢? 中国一共 **14 亿** 人口,去掉老人和孩子,几乎每个人都在频繁的使用微信。我们现在不管是工作还是生活,都已经离不开微信。



## 微淼商学院 302 班

同学们可以想一下，你每天大概要看多少次微信呢？  
你每天要在微信上和几个人互动呢？

自诞生之日起，微信就受到了很多竞争对手的挑战。

2013 年 9 月阿里巴巴推出了“来往”。来往就像一个含着金钥匙出生的“富二代”，一问世就万众瞩目。阿里也在来往的推广上砸了重金，请来了各路明星宣传造势，挑战微信的意图非常明显，但效果却非常不理想。

我当时也兴冲冲地装了来往来体验，却发现身边的亲戚朋友都没人装来往，自己装上了也没用，就很泄气地卸载了。阿里也早就彻底放弃来往这个项目。除了来往，试图挑战微信的还包括网易的“易信”，但也是来也匆匆去也匆匆，根本撼动不了微信的地位。

前段时间火爆的“子弹短信”，没几个月时间也凉凉了。

微信创始人张小龙甚至直接就说“我看了眼子弹短信，但没兴趣下载”。

为什么子弹短信衰落得这么快？

因为使用子弹短信的人太少了，即便你感兴趣，你的家人朋友同事都没装，那你就不会使用它？

这就是微信的网络效应，形成了强大的护城河，阻挡了竞争对手一次又一次的进攻。

类似的公司还有不少，譬如滴滴，一头是海量的司机，一头是海量的乘客，尽管最近负面新闻不断，但有时候打车没它还真不行；

再譬如 Airbnb，全球知名的在线短租平台，一头是无数的房东，一头是无数的客户，也是不少人出行旅游的首选。

更可怕的是，这样的公司，本身也在不断进化。

像阿里巴巴，通过技术手段和商业模式创新，一方面对卖家赋能，降低卖家的开店难度，提高卖家的销售效率；另一方面，通过大数据，对买家实现了千人千面的精准推送。这样平台的护城河也进一步加深了。

腾讯同样如此，不断对微信进行升级，推出新功能，包括几乎人人都用过的微信红包、现在爆火的小程序等等。

具有网络效应的公司，不怕类似商业模式、类似竞争对手的挑战。因为竞争对手首先要复制出类似的网络，这需要天文数字的资金投入和长期的时间积累，绝不

是一件轻而易举的事情。

它们面临的最大挑战，一是来自于颠覆性技术或者商业模式。譬如，未来把最新的 AR 技术应用于社交，或许能颠覆微信的统治地位。二是来自于监管，譬如滴滴、Uber 这样的公司，都面临巨大的监管挑战。

## 2、转换成本

那么我们想象一下，假设现在微信的负责人张小龙离职，准备再去创办一个社交软件，会对微信有影响吗？

其实影响会很小，原因很简单，即便这款社交软件做的更好，你非常的喜欢用这款社交软件，但是不要忘了，你的朋友们都在使用微信，你要怎么样让你所有的朋友们都放弃微信，使用新的社交软件呢？你的朋友们又怎么去联系他们的朋友呢？

熟人社交叠加了多种护城河：网络效应、规模优势、高转换成本，因此是互联网中垄断程度最高的领域，腾讯的核心竞争优势就是垄断了中国人的熟人社交网络，在可预见的时间内，还看不到颠覆者。

腾讯的成长空间取决于未来用户在其产品上的时间和金钱投入，长期看，未来大家用于腾讯系社交 APP 及其衍生产品的时间和金钱会越来越多，公司的变现效率也会越来越高。

互联网公司的核心指标是日活跃用户数，2019 年 1 月，微信的平均日登录用户数就已经达到了 10.1 亿，现在微信+QQ 的用户数应该有合计应该有 11 亿了。

每天有 450 亿消息被发送，2018 年较 2017 年增长 18%；每天音视频通话次数达 4.1 亿次，较去年增长 100%。

接着可以再思考两个问题：

一是腾讯这家公司可以存在多久？

二是想想你和身边的亲友，每天在腾讯系产品上花了多少时间和多少钱？

不要以为你没有给腾讯付费，就没有给腾讯创造利润。把这两个问题想清楚了，现在的腾讯是贵还是便宜，也就大致判断出来了

推测下，腾讯系产品（微信、QQ）的垄断地位大概率可以保持 3 年以上，即使什么都不做，每天刷朋友圈都是在给腾讯创造营收，想想你每天会刷多少次朋友圈吧？





微信确实给我们带来了很便利呢。

目前腾讯的游戏业务比如王者荣耀、等也很赚钱。  
腾讯涉及到我们生活中的方方面面

这样港股又多了三家好公司

港股好公司第一名和第二名是谁呢？

腾讯第一  
港交所和金沙第二

这样港股就有 7 家好公司啦

精挑细选出四家。、

如果同学们想下手，可以从定投开始，这几家公司都可以定投。关于定投我再说一下。

定投虽然不用等待好价格，但是也不能在高估的时候定投。好公司的合理市盈率在 25 倍到 30 倍附近，我们可以定个策略，定期不定额策略。



股票本身的市盈率 25 倍的时候，定投金额为  $X$ ；市盈率小于 20 倍，定投金额为  $2X$ ；市盈率小于 15 倍的时候，定投金额为  $3X$ ，坚持这样定投就可以了。极好的公司可以放宽标准。

这个标准一定要记住，适合上面说的 3 家好公司

这种方法比较适合手里存款不多的同学，对上班族来说，这种方式至少是存钱的好方法，现在养成定投的好习惯，退休以后很可能变成 1000 万

我强调的好公司有条件的同学定投起来哟！随时可以开始

港股 1 手具体多少股由公司自己决定，有的是 100 股，有的是 500 股。也有 1000 股起步的

比如 A 股，目前深圳 A 股市盈率在 20 倍以上，但是部分目标公司已经出现好价格啦！面对这样的情况我们如何处理呢？

可以采取一个策略：**A 股的目标公司出现好价格，而深圳 A 股市盈率还没有在 20 倍以下，可以定投目标公司，定投标准是目标好公司市盈率 15 到 20 倍定投  $X$ ，目标好公司市盈率 15 到 10 倍，定投  $2X$**

由于港美股目前开户比较复杂，涉及到资金的出境，需要办理境外银行卡，如果可投资资金小于 5 万，建议可以投资恒生 ETF（代码 159920），A 股账户就可以操作。

如果要操作股票，建议大家先从 A 股定投开始做起来。

等以后深圳 A 股的市盈率也在 20 倍以下，你也掌握了财报和企业技能，能对目标公司进行深入分析，并且确定目标公司是真正的好公司以后（通过财报和企业技能去分析）。目标公司也符合好价格，可以一次性买入

那什么时候卖出呢？

卖出标准和课程中一样，分三种情况：

**1：目标公司市盈率 50 倍以上**

**2 深圳 A 股市盈率 50 倍以上**

**3.目标公司有变坏的迹象**

**以上符合其中一条坚决卖出！**