# 背景

1. 虽然在不断地学习投资，写了个文档，但是，比较杂乱，没有形成个人投资的操作系统；
2. 要做到长期持续的赚钱，必须得有一个投资操作系统支持

# 二级市场赚钱的方式

二级市场赚钱的方式

企业成长的钱

最容易赚的钱

通过博弈从交易对手身上赚的钱

市场犯错赚来的钱

市场出现恐慌情绪

市场对公司理解有偏差

市场忽略的股票

博傻赚来的钱

在二级市场里，投资者可以赚到的钱细分下来大致就四个（实际上有6-7种，这里只列举常见的四个）：

 1.   赚成长的钱

2.  赚博傻的钱

3.  赚理解偏差的钱

4.  赚市场情绪的钱

 你要赚什么样的钱，最起码要知道你玩的是什么样的游戏吧？！

 赚博傻的钱，需要高智商或内幕消息，这是个比谁消息多，比谁智商高的游戏。

 赚情绪的钱，需要的高情商，这是比谁情绪稳定，比谁更客观的游戏，在市场恢复到正常情绪水平之前，你也都必须要耐心等着。

 赚理解偏差的钱，需要的是对商业模式理解非常深刻，这是个比眼光的游戏，并且在别人承认你的眼光之前，你都必须要耐心等着。

 赚成长的钱，需要的是对价格波动不敏感和对商业模式理解比较深刻，这是个比眼光的游戏，既然是赚成长的钱，那么你要必须耐心的持有这个股票，等成长出现（本质上就是未来的现金流兑现）。

在二级市场里，能赚的钱，有且只有两种：

 1.企业成长带来的钱

 2.通过博弈从交易对手身上赚的钱（从竞争对说身上财富转移来的钱）

所谓成长的钱，指的是在估值水平没有发生剧烈变化时，由于企业业绩成长而导致的股价上涨。

 也就是说，假设腾讯的增速没有变化，估值水平也没有变化（40倍），腾讯今年业绩增长40%，那么他今年对应的股价也应该会上涨40%。从长期来看，只要业绩是真实的，股价的回报率和净利润的增速之间的相关性是极其高的。

 正如查理芒格所言：“从长期来看，股票的年化回报率和其净利润率的增速大致一致，并且很难超过后者的增速”。

 所谓博弈的钱，主要指的是财富转移来的钱，大致可以分为几类：

 1.博傻赚来的钱

 2.市场犯错赚来的钱

 市场犯错赚来的钱主要指的是市场对一个资产定价过低导致的赚钱机会。定价过低可能的原因有以下几种：

 a.  市场出现恐慌情绪，导致资产价格大面积降低。

 2009年就是典型的恐慌时刻，而实际上那就是买股票最好时间。这种又叫做赚市场情绪的钱，对情绪稳定的人而言，赚这种钱的难度很低。但是很不幸的是，99%的人情绪都不稳定，都无法承受波动。

 b.  市场对公司理解有偏差。

 这种偏差可以是成长性预估过低，也可以是先天的偏见（比如深入人心的航空股有问题，汽车股不好）等等因素。对腾讯而言，当年上市时，市场给他的PE只有11倍，这个估值肯定是过低的，很大程度是因为当时很多人没有想到腾讯的增长性会有这么高。

 所谓的什么长城汽车中外之战，本质上也就是中资和外资对长城的商业模式产生了分歧。

 这种赚钱的关键，只有一句话：你的理解必须是对的。这也是美国很多价值投资者常用的套路。

 c.   市场忽略的股票。

 大多数投行可以覆盖的股票都是有限的，因此很多没有分析师覆盖的中小市值股票，就可能会存在由于市场忽略而导致的低估。

 那么还剩下最后一块可以赚的钱：博傻的钱。

 所谓博傻的钱，实际上指的就是在你买入股票时你相信的是还会有人以更高的价格买走你手里的股票，只要你不是最后一个傻子，那么你就可以赚走别人的钱。

 因此，博弈来的钱，本质上做的是财富转移。不论你是用技术分析来博弈，还是用情绪来博弈，做的都是财富转移的事情，本质上你都是把卖给你股票的人的财富部分转移到了你手里。

 举个例子：如果有个资产价值100块钱，现在有买家因为急用钱或者“恐慌情绪”，把资产以70卖给你了，你以70买走这个资产的行为，本质上就是在做财富转移，卖给你资产的那个人因为恐慌，把30块钱白白送给了你。

 再比如，有一个资产，价值100元，你以100元的价格买入（买入时可能是根据各种技术分析的指标等等），之后以150元的价格卖给了一个买家，随后资产价格掉到了100元。在这个过程中，你赚到的50元，本质上也是财富转移来的，赚的是最后一个傻子的钱。

在腾讯身上，你到底赚的是什么样的钱？

 我们来看仔细看两组数据。

 1.   腾讯在2004年上市时，发行价是3.7，对应的PE是11-14倍左右，当年净利润大概是4.4亿人民币。

 2.   腾讯在2016年净利润是414亿人民币，2017年净利润预计超过550亿人民币，同时如今腾讯的估值是40-50倍PE。

 也就是说，从2004年到2017年为止，腾讯的净利润从4.4亿人民币上涨到了如今的550亿人民币，上涨幅度是125倍左右。

 同期，因为腾讯业绩增速持续保持40%左右，所以其估值也就从2004年的11-14倍，变成了今天的40倍。

 因此，腾讯今天的估值水平比2004年时提高了2.9-3.6倍（上市初市场给了11-14倍PE，现在市场给了40倍PE），这里姑且取个平均数3.3倍吧。

 这种估值变化，本质上是因为2004年市场对腾讯的理解有偏差，因此给了过低的估值倍数。

 而如果你用估值变化的倍数3.3倍乘以腾讯业绩上涨的倍数，你会得到412.5倍这个数字。

 这几乎和腾讯股价上涨的幅度完全吻合。

 在过去13年腾讯的股价上涨450倍，其净利润上涨125倍，估值水平从11-14倍上涨到了40倍。

而估值水平的上升和净利润上升之和，就大致等于450倍。

所谓成长的钱，指的是在估值水平没有发生剧烈变化时，由于企业业绩成长而导致的股价上涨。

也就是说，假设腾讯的增速没有变化，估值水平也没有变化（40倍），腾讯今年业绩增长40%，那么他今年对应的股价也应该会上涨40%。从长期来看，只要业绩是真实的，股价的回报率和净利润的增速之间的相关性是极其高的。

正如查理芒格所言：“从长期来看，股票的年化回报率和其净利润率的增速大致一致，并且很难超过后者的增速”。

投资的本质是投公司，长期来看，公司行业地位不变甚至有垄断趋势（竞争能力不变或者加强，可以通过财报营收增长，销售成本增加，利润减少来加以判断），商业模式容易扩张，市场足够宽广，公司稳定增长(业绩，净利润增长大致不变的情况下)，公司价值不断增长必然带来股价的上涨，这是股价长期来看的规律。

简化为1-2年内持续推动公司业绩，净利润增长速度保持不变或者加速的能力不变或者加强，加上公司业绩，净利润增长速度大概稳定是保持其股价上涨最有利的保证。

基本面的分析就是判断持续推动企业业绩增长不变甚至加速的能力，财报就是企业经营的结果，验证推动企业发展的能力，推送能力是因，业绩增长是果，有因才有果。

短期内企业的利润和股价都难以预测，而长期是有规律可循的，所以长期投资是价值投资中最重要、最有效的方法。

短线投机的本质是博弈，与别人竞争，没有稳定获胜的逻辑

# 股价增长的本质

任何一项投资的收益都离不开其可以增值的本质,拔苗助长永远走不了太远。

股票的背后是公司业绩增长；债券的背后最直接因素是通胀率；风险投资代表的是崭新的潜力无穷的new business model，但从概率上来讲必定是死伤一片个别胜出；股权投资其本质就是股票，只不过它讨了巧，用了内生杠杆。

至于外汇交易，说实话，偶可能真是见识短浅，有生之年还没亲眼见过哪个外汇交易策略可以长期只胜不输。相反，每隔几年，就会见到一个又一个专攻外汇交易的基金关门大吉。

外汇交易为什么难？因为其本质包含了太多的博弈成分，是一个pair trade（配对交易）：你博一个货币汇率涨，必然是在押另外一个货币的汇率跌。这种投资品种不象股票，博弈虽然有，但是好歹还有现金流做支撑：短期虽然涨涨跌跌，机构、散户、各种投资风格，你唱罢来我登场；但是如果你能静下心来愿意与时间为友，长期来讲总是八九不离十。

货币交易，其核心就是和市场斗、和预测方向斗，难度太大。如果是专攻外汇不做其他品种的策略，由于策略大多偏短期，还更容易犯行为偏差的毛病：天天盯着盘，就算你再怎么才智过人，一旦市场和你唱反调，除了抱怨市场错，完全无路可逃。

**操作系统名称**

时代背景+护城河+高成长（加速最好）  
  
时代背景：

我们一直提倡去寻找树木背后的那片森林。在投资上，看单个公司出错的概率很高，但是看一个行业出错的概率就低得多。那些历史大牛股们，往往背后有强大的时代特征。把握鲜明的时代特征，能让投资主线变得更加清晰。最好的选择，就是买入那些天花板足够高，市场空间足够广阔的行业，投资这个时代的主题  
护城河：

1、不可复制

如果竞争对手知道你的秘密却不能复制，那就是一种结构性的优势，那就是一条护城河。

决定一家互联网公司价值的，是其构建未来行业地位的能力，而非当前赚了多少钱。

最好的情况下是护城河使企业能够形成垄断，苹果垄断了高端手机和电脑，谷歌垄断了搜索，微软垄断了PC操作系统和办公软件，facebook垄断了社交网络（中国除外），亚马逊垄断了美国的电商而且在云计算也处在绝对领先地位，中国的这两巨头大家都很熟悉了，阿里巴巴垄断了国内的电商，而腾讯垄断了国内的社交网络。

2、量价齐升

在投资中我们最喜欢寻找的就是“量价齐升”品种，在量和价格都提高的阶段，收入增速的弹性往往非常大，而且许多品种的利润会以更快的速度提高。最典型的是黄金时期的房地产，销售量和销售价格都在提高。还有一些品牌消费。比如我们看到的酱油龙头企业。在这个模式中，定价权会比销量提升更加重要，找到能长期涨价的品种往往是事半功倍。

3、定价权

在投资中区别好生意和坏生意非常重要。我们发现很多时候两个企业家同样有能力，也同等努力，但一个是好生意，另一个是坏生意。时间一拉长，就会差别巨大。而且好生意赚钱往往不累，坏生意每一分钱都是辛苦钱。如果能够区别生意的本质，帮助我们在投资上做减法，就能极大提高我们的效率。今天从消费品中的两个案例，和大家分享一些自己粗浅的看法。

从传统的经济学角度来看，当一个行业集中度提高以后，能够形成寡头垄断，就会带来定价权。典型的比如航空，经历了过去的竞争，行业就几家在垄断，机票价格能维持到相对较高的水平。

高成长（加速最好）：

多高才算高成长呢！很多顶级投资者选择未来三年每年增速不低于30％，这也是投行签订对赌协议的标准。根据复利72法则。每年增速30%。你股票翻倍，仅需2.4年。你投资股票利润增长越快，你翻倍的时间越短。高增长的股票还有另外一个好处，就算当时你买的时机不好，市盈率过高，被套很多，经过一段时间，高增长股票也会让你成功解套并有所收获。因为时间是优秀企业的朋友，平庸企业的敌人。很多投资者不认同复合增长30%，认为这是不可能的，但中国是新经济体，很多小公司能连续好些年保持这个增速，像康得新连续八年超30%，三聚环保，利亚德，连续3年超100%增长等等，未来可能还有一批公司会高速成长，要靠个人去挖掘。

一，选股标准：

选股的最终目的是，选出拥有3-5年内保持稳定增速甚至加速能力的公司。

**对商业模式的准确判断和财务数据的持续验证双轮驱动**

买股票和一般人买农场、买房子没什么区别。

买股，重要的并非是所买股票已有的涨幅，而是它还会有多少涨幅；如果卖股，重要的并非是所卖股票已有的跌幅，而是它还会有多少跌幅。

这个理念对于大盘同样适用，不要因为大盘已经跌了很多而乱去抄底，只要大盘还有下跌的趋势就必须谨慎；也不要因为大盘已经涨了很多就不敢买入，只要大盘还在上涨的趋势中就敢于出击。

选股，就是选出随着时间的推移，越大越强的公司。

T神认为你至少能回答这么几个问题：客户或者消费者为什么会购买这家公司的产品或服务？什么情况会使客户停止购买或者变节于竞争对手？这家公司与其竞争对手相比到底牛逼在哪里？公司如何盈利？有什么会让这家公司的盈利能力增或减？是什么推动了这家公司的业绩增长？关于这家公司五年内的前景我有多大把握？我能否在该行业里发现一个绝佳的机会？云云。

首先判断这个企业10年后也一定要存在，且逻辑上有更好的可能，这是前提，毕竟投资最大的风险是企业消亡

有些股票，你有持仓，但是下跌时你心里一点也不慌，甚至希望它多跌一点好让你加仓，这说明你对改股票已有足够了解，对其内在价值和未来前景有比市场更为精准的把握，因此市场价格的波动已经不会影响到你的情绪了。对这些股票而言，下跌只是提供一个更好的卖点罢了—买之后的淡定，源自买之前的分析。

还有些股票，涨的时候让你豪情万丈，跌的时候让你肝肠寸断，这样的股票不碰也罢，因为你还没有研究透。买股票之前问问自己，下跌后敢加仓吗？如果不敢，最好一开始就别买，因为价格的波动是不可避免的。

投资分析基本工具：

1. 波特五力分析。不要孤立的看待一只股票，而要把一个公司放到行业的上下游产业链和行业竞争格局的大背景下分析，重点搞清楚三个问题：公司对上下游的议价权、与竞争对手的比较优势、行业对潜在进入者的门槛
2. 杜邦分析。弄清公司过去5年究竟是靠什么模式赚钱的（高利润、高周转还是高杠杆），然后看公司战略规划、团队背景和管理执行力是否与其商业模式一致。

我一直强调胜而后求战，愿意买已经把竞争对手打趴下的公司，而不是战而后求胜，在百舸争流中猜赢家。就像百度，腾讯这种股票，一直等到它们把对手打趴下，在优势已经很明显的2005年再买，也还有几十倍的空间。

对于多数人而言，对待选择的正确态度应该是避免把大量的时间花在视图“抄底”或“逃顶”上。从时间耗费的投入产出比的角度来看，对于一个公司的基本面而言，你研究了3个月，比一个研究了3天的人做出的投资结论的胜算要高得多。然而，你在一张K线上化为个月计算各种指标，也不见得比一个看了几秒钟k线图的人更准确。

2017 Q2(2017.8.22)财报发布后，陌陌投资人用20%的暴跌，回报200%以上的营收和利润增长，这再次说明，决定一家互联网公司价值的，是其构建未来行业地位的能力，而非当前赚了多少钱，而在这方面，陌陌给出的信心显然还不够。

好公司的两个标准

一是它做的事情别人做不了；

二是它做的事情自己可以重复做。

前者是门槛，决定利润率的高低和趋势；后者是成长的可复制性，决定销售增速。如果二者不可兼得，宁可要有门槛的低增长（可持续），也不要没门槛的高增长（不可持续）。门槛是现有的，好把握；成长是将来的，难预测。

公司的目标在于创造价值，财报分析应该以价值为核心。公司的价值为公司整个寿命期内创造的自由现金流按照一定的贴现率贴现后的现值。在投资决策中，只能有这个唯一的、绝对的价值标准，而不能采用多重标准。

有个常识容易被人们忽略，那就是持续的增长相当艰难。数学会告诉我们，如果一家上年营业收入为10亿元的企业，保持20%的增长，大约在70年后，其营收就会相当于上年整个地球所有国家GDP的总和。显而易见这是不现实的。因此，看待企业营业收入增长，需要防止自己过于乐观。

在基本面分析中最重要的是那些静态的、本质的、规律性的分析，而不是动态的订单之内短期的经营情况。

一个成功的投资者应该能够把行业到底竞争的是什么说清楚，把这个行业是得什么得天下弄明白。

品质

品质就是搞明白这是不是一门好生意

总结一下，判断一个公司所在的行业好不好，首先看行业竞争格局是不是清晰，领先者有没有品牌的美誉度，领先者产品的售价是不是显著高于其他竞争者，领先者有没有网络服务的优势，有没有规模效应，产品的销售半径是不是相对比较小（不用参与全球竞争），是不是有回头客，是不是低单价（下游对价格不敏感），是不是转换成本高，领先者是不是有先发优势，技术变化是不是没那么快。对品质的判断有很多指标，核心是“这是不是一门好生意，有没有定价权，是不是一门容易赚钱的生意”。

品质的判断1：是不是一个好行业

我认为选一个好行业是成功投资的基本条件。

公司品质的好坏，关键看能不能有定价权

品质的判断2：差异化竞争

差异化竞争和同质化竞争的区别。为什么钢铁行业赚不到钱？因为提供的是同质化的产品。为什么航空业在国外长期赚不到钱（在国内可以赚钱，因为大的只有3家，而美国有多家）？因为提供的基本上是无差别产品（当然细究之下还是有一些差别的，例如航空公司的历史安全记录、机型等）。为什么白酒好赚钱？因为它是一个差异化的产品。可口可乐好赚钱，也因为它是一个差异化产品。

差异化的关键在于能不能提价，提价之后是不是不影响销售。

差异化产品的第一个标志是品牌

差异化产品的第二个标志是有回头客，即用户黏性

差异化产品的第三个标志是单价不要太高

差异化产品的第四个标志是转换成本

差异化产品的第五个标志是先发优势

好的行业里，领先企业通常有较为明显的先发优势。我比较喜欢买的是龙头，而且是有先发优势的龙头。只要在行业内领先，后面的公司一辈子也追不上，这就是先发优势。

## 基本面分析

### 符合时代背景

**没有成功的企业，只有时代的企业**

　　除了逃不开的经济周期，特定行业的发展趋势我们也逃不开，不要说什么英雄造时势，只能说英雄赶上了这个时代。

　　所以，大到企业小到个人，要做的是认识认清发展趋势，顺势而为。

如果nvda真的能领导新一波浪潮的话，必然有不断的利好出现，使其越来越强，一直到垄断的地位，等时间来证明一切。

新兴的技术要有大型公司应用，并且应用能够落地，产生利润，而不是一个概念，至少要到这一个点，才可以投股票。

认识一个行业，不妨做一道填空题：得\_\_\_者得天下，用一个词来概括这个行业竞争的是什么。

符合时代背景的公司，

1. 背后必然有巨大的市场空间，甚至于微软，Google，Facebook、苹果这样的国际巨头背后是整个全球市场；
2. 代表着最先进的生产力，对社会发展产生推动作用，不过背后也代表着如果看错了生产力，可能就会全军覆灭，所以要等到被证明有商业价值后才去投资

每一次的科技变革都首先需要硬件突破，2000年网络股泡沫依靠了思科路由器，这一次移动互联网时代依靠了苹果的智能手机。下一次人工智能的革命需要英伟达芯片。

而每一次硬件创新的公司，最终都能成为全球市值最大的公司之一，如果英伟达拥有的是人类未来，那么目前市值依然有空间。

最终最牛逼的还是做软件的公司，微软，Google

对政府扶持的新兴行业要谨慎

因为政府的支持其实是增加了供应，增加了行业的竞争对手。

公司是否满足了时代的需求？推进了时代的发展？如果是，那就是符合时代潮流的好公司。同时现实世界有大量的资金进入。

我们投资英伟达，投资的是什么？

**投资这个时代的主题。**

我们知道，**成长股投资最大的风险，就在于我们永远不知道这个公司的超预期增长什么时候会结束**。

成长股的估值中是包含着投资者的巨大预期的，但这个预期不可能永远持续下去，增长总有放缓的一天，一旦这个势头结束了，就会迎来业绩、估值的双杀，被投资人纷纷抛弃，一地鸡毛。

这就像怀里揣着一个定时炸弹睡觉，让人提心吊胆，夜不能寐。

在这种情况下，**最好的选择，就是买入那些天花板足够高，市场空间足够广阔的行业**。比如电商、搜索，足够强的主流需求，这些行业里的公司，像亚马逊、谷歌，涨了十几二十年也没有结束。

**相反，那些垂直领域里的小而美，则是要时刻提防的**，比如运动手环的Fitbit，运动相机的GoPro（比如：瑜伽运动服，lululemon，虽然增长了15倍，但是两年左右时间，市场就饱和了，练瑜伽的人才可能买，市场太小），需求太小了，增长个一年半载就到头了，让人防不胜防。

那么，我们这个时代的主题是什么呢？

**人工智能、AR游戏、无人驾驶汽车，所有这些，最终都指向了英伟达。**

近一百多年来，总有一些公司很幸运的、有意识或无意识地站在技术革命的浪尖之上。一旦处在了那个位置，即使不做任何事，也可以随着波浪顺顺当当地向前漂十年，甚至更长的时间。在这十几年到几十年间，它们代表这科技的浪潮，知道下一波浪潮的来临。

从一百多年前算起，AT&T公司、IBM公司、苹果公司、英特尔公司、微软公司、思科公司、雅虎公司和Google公司，Facebook公司，亚马逊公司，都先后被幸运的推到了浪尖。虽然，它们来自不同的领域，中间有些已经衰落或正在衰落，但是它们都极度辉煌过。它们都曾经是全球性的帝国，统治着自己所在的产业。

这些公司里面大大小小的人在外人看来都是时代的幸运儿。因为，虽然对于一个公司来讲，赶上一波浪潮不能保证它长盛不衰，但是，对于一个人来讲，一生赶上这样一次浪潮就足够了。对于一个年轻人来讲，最幸运的莫过于赶上一波大潮。

我研究的美国十倍股以那些耳熟能详的大白马为主，所以很少有几年就上涨十倍的。一般都是在4-5年之间完成十倍涨幅的，有些像新巴克这样的十倍股都要从09年金融危机的大坑算起。但是要做一些总结的话，这些牛股真的都有时代的背景。比如2012年以来涨幅达到16倍的Netflix，对应的是流媒体和智能电视的时代崛起。互联网入口取代了传统的电视媒体入口。媒体也从原来的实体内容（DVD)转向了互联网流媒体内容。这个趋势甚至和国内过去几年的视频网站发展类似。互联网的流媒体内容取代了曾经大热的盗版光碟。甚至大量家庭今天已经不再用DVD播放器了。我们再看亚马逊，2009年之后也达到了十倍的涨幅。2015年甚至出现了一个奇特的现象：代表互联网电商的亚马逊涨幅超过100%，而四大实体零售商Macy's, Nordstrom, Sears和Kohl's都出现了超过20%的跌幅。这些实体电商也都做过类互联网的转型，Macy's曾经一度还挺成功。但这也再一次说明了，整个互联网电商渠道对于传统渠道的颠覆和取代。属于这些实体店的时代已经过去了。我们再看看消费品，Under Armour自从2009年以来，股价上涨25倍，也有鲜明的时代背景特征。过去十年，体育行业最大的变化就是功能性在加强，品牌性在弱化。二十年前，大家恨不得跑步，走路都穿耐克的乔丹篮球鞋。许多人对于鞋子的功能还停留在气囊。大部分穿着旅游鞋在跑步，去健身。今天，我们发现运动品的功能性大大增加。光鞋子就有好几十种。而Under Armour就是受益于整个运动品的功能性增加。在此之后，才有了时尚型和标签性。我们再看餐饮，过去几年肥胖一直是美国人乃至全球人口的通病。我曾经和朋友说过一个玩笑，在美国怎么看穷人还是富人，就看身材好了。穷人一般比较胖，因为垃圾食物便宜。富人就比较瘦。于是美国开始流行eat light的潮流，这也成就了以健康为主打的墨西哥连锁餐厅Chipotle。当然，另一个真正的时代背景是科技。过去十年是科技大爆发的十年，大部分牛股都必须有科技元素。包括Netflix, 亚马逊这类科技股。连Under Armour都有科技的元素。星巴克依靠移动支付拉动同店销售。达美乐披萨依靠APP带动外卖。

了解我们的朋友都知道，我们一直提倡去寻找树木背后的那片森林。在投资上，看单个公司出错的概率很高，但是看一个行业出错的概率就低得多。那些历史大牛股们，往往背后有强大的时代特征。把握鲜明的时代特征，能让投资主线变得更加清晰。历史上来看，alpha是非常难获取的，捕获beta就简单一些。更重要的是，只有在beta机会面前，一个人才能敢于重仓。

这个时代的主题，AI，自动驾驶汽车，领先股nvda，即可放心去买，敢于重仓**。**

### 行业空间

符合时代背景的本质就是行业空间巨大

有行业空间才能有业绩增长的空间，才能给人想象空间。

一定是选择发展空间足够大行业，**相反，那些垂直领域里的小而美，则是要时刻提防的**，比如运动手环的Fitbit，运动相机的GoPro（比如：瑜伽运动服，lululemon，虽然增长了15倍，但是两年左右时间，市场就饱和了，练瑜伽的人才可能买，市场太小），需求太小了，增长个一年半载就到头了，让人防不胜防。

我们在行业上要避免这些夕阳的行业，同时还要避免刚开始百舸争流的行业。一些新兴行业刚刚发展的时候，大家都认为这个行业好，有100家天使投资人往里面扑、50家VC往里面冲，公司之间打价格战，这样的行业你不知道谁是赢家。孙子兵法说，要胜而后求战而不要战而后求胜。所以看行业空间，我们要避免掉在夕阳行业的阶段，也要避免初期百舸争流的阶段，我们要的是成长期和稳定期。

不可否认微软是一家伟大的公司，具有良好的内在价值。

但是在2000年之后，行业已经没有想象空间，股价从2000的40左右，一直波动到2015.10月才重新突破50。

没有行业增长想象空间，即使强大如微软股价也无法突破。



### 为什么是现在？

用户的需求可能被迁移、被激发、被重塑、被抑制等等，但就是不可能被创造。

所以，如果你说你要做一个事情，是不立足于外部环境变化的，而是一个完全新的创造用户需求的事情，我完全不会相信。

「为什么是现在」背后隐藏的含义就是，外部环境发生了什么变化，让这个事情在当下发生（不是过去，也不是将来）成为可能。

（有时判断大趋势其实没那么难，真正难的是掌握好时机，不早也不晚，早了就是先烈、晚了就来不及。）

所以，我想任何事情、任何公司、任何行业的时候，都会强迫自己首先想清楚这个问题：为什么是现在。

知道了为什么是现在，就知道了什么变了，也就知道新的供给关系和稀缺资源是什么。

这又带来了两个好处：

1）这里的稀缺资源其实就是所谓的用户需求。所以很多时候揣摩不出来的用户需求，换个角度从外部环境的变化去推演，反而会更简单。

2）有了对稀缺资源的推演，更有利于判断团队和创始人的能力是否适合做件事。

我总说看事情要找对症结，这里的稀缺资源就是症结，那团队是否有对症下药的能力也就呼之欲出了。

比如一个事情的稀缺资源是技术，那就去找技术最厉害的；如果一个事情的稀缺资源是渠道，那就去找渠道最厉害的。这有助于我们最终选择一个合适的团队来投资。

讲到这里，继第一个问题 Why Now 之后，第二个问题也就出来了，作为创业者要想的是 Why Me，作为投资人则要想 Why You 之类的了。

「为什么是我」这个问题背后的含义就是，哪怕外部环境变了，人们的需求被重新挖掘了，那为什么是你能够有这个能力去满足用户需求，去赚这个钱呢？

哪怕你暂时有能力满足用户需求了，但是这是因为你自己独特的能力吗？你的这个能力有壁垒吗？你的这个能力是稀缺的吗？

这里，我们可以再引入一个概念，我自己管它叫占位理论。

我觉得，每一家公司，最终都要在某个位置上做到第一名。所谓的战略的价值，就是要么帮助公司在当前领域内通过各种方式做到第一，要么就是帮助公司转型，寻找一个新的领域做到第一。

这里的第一有两种，第一种是真的第一，而第二种是唯一（有被收购的价值）。但本质其实都一样，就是有足够强的壁垒。

所以，不管给我什么新的公司和行业，我都会通过不断地研究 Why Now 和 Why Me 这两个问题，去进行投资的分析与判断。

### 行业的竞争格局

行业竞争格局是不是清晰，领先者有没有品牌的美誉度，领先者产品的售价是不是显著高于其他竞争者，领先者有没有网络服务的优势，有没有规模效应，产品的销售半径是不是相对比较小（不用参与全球竞争），是不是有回头客，是不是低单价（下游对价格不敏感），是不是转换成本高，领先者是不是有先发优势，技术变化是不是没那么快。对品质的判断有很多指标，核心是“这是不是一门好生意，有没有定价权，是不是一门容易赚钱的生意”。

之前在tal与momo之间犹豫，到底该买哪一支股票，后面在网上一查，直播行业国内现在有300多加平台，证明这个行业没有门槛，处于初期，结果无法预料，一下就否定了momo。

最好也最容易研究的竞争格局是“月朗星稀”，就是一家独大，其他竞争对手都不成气候。例如，一家生产原材料的企业所处的本来是生产同质化中间产品的烂行业，但是它占有了该细分领域的中低端市场近一半的市场份额，行业第二名的市场占有率还不到它的1/5。因此，即使是在2011年行业低迷、竞争对手纷纷亏损的背景下，它还能保持10%以上的净利润率。这就是得益于“月朗星稀”的行业格局。

稍差一些的竞争格局是“一超多强”，彼此之间虽然有竞争，但老大的优势还是很明显，例如工程机械、客车以及某些汽车零配件，行业老大的市场占有率远超老二、老三，龙头企业的规模优势、品牌认知度和服务网络优势令竞争对手难于追赶。

再次一些的竞争格局则是“两分天下”和“三足鼎立”。空调是两分天下，所以过去六年空调龙头企业的股价涨了十几倍，同为家电制造但是竞争格局更为分散的电视企业则无法相提并论。

最差的竞争格局就是“百花齐放”、“百舸争流”的高度竞争行业。这种充分竞争的行业一般是吃力不讨好的行业，长期投资者不妨等待他们通过竞争分出胜负之后再投资。许多人都担心等行业竞争分出胜负后再投资会太迟。其实，只要看一下腾讯、百度、谷歌等公司的情况，他们在几年以前就已经击败行业内的其他对手成为一家独大的“月亮”了，但是过去几年的投资回报率依然不菲。

“数月亮”的行业还有一个不太好听的名字：寡头垄断行业。寡头垄断也分两种：国家给的和市场给的。国家给的寡头垄断（例如公用事业）往往伴随着价格管制，长期投资回报一般不会太高。只有市场竞争、行业洗牌后产生的寡头垄断才有定价权。中国的行业大多竞争激烈，真正靠市场洗牌后产生的寡头行业并不多。

对投资者而言，等企业竞争分出高下，在“月朗星稀”、胜负已分的行业中投资行业龙头，是胜而后求战；在那些竞争者多如繁星的行业中硬要去猜谁是最后赢家，是战而后求胜。两种投资方法孰优孰劣，不言自明。

### 行业的发展历程

要分析一家企业为什么能做得如此成功，则不应该忽略这个行业的发展历程。

分析一个行业的发展历程则能更加懂得企业、懂得创始人、懂得行业。

### 护城河—可持续性的优势

**1、不可复制**

如果竞争对手知道你的秘密却不能复制，那就是一种结构性的优势，那就是一条护城河。

决定一家互联网公司价值的，是其构建未来行业地位的能力，而非当前赚了多少钱。

最好的情况下是护城河使企业能够形成垄断，苹果垄断了高端手机和电脑，谷歌垄断了搜索，微软垄断了PC操作系统和办公软件，facebook垄断了社交网络（中国除外），亚马逊垄断了美国的电商而且在云计算也处在绝对领先地位，中国的这两巨头大家都很熟悉了，阿里巴巴垄断了国内的电商，而腾讯垄断了国内的社交网络。

那持有这些股票就真的没有风险了吗？风险当然有，垄断者也有可能被颠覆。但是帝国不是一天建成的，同样也不会一夜之间坍塌。大清帝国从1840年鸦片战争被打开国门到1912年清帝正式宣告退位，中间还苟延残喘了72年。现在的这些垄断企业都拥有巨大的现金储备和人力储备，这可以帮助他们切入新的领域或者收购竞争对手来应对科技的升级换代和外部环境的变化。微软在PC时代是操作系统的绝对霸主，却在随之而来的互联网和智能手机时却无所建树，但靠着xbox进入游戏领域，以及拥抱云计算业务，这让微软的市值依然排在第三名。我们在看看国内，PC时代搜索的绝对垄断者，曾经BAT中的B，百度因为错失了移动互联网浪潮而被阿里和腾讯远远甩在了后面。但百度近两年的收入并没有暴跌只是增长停止了，最近股价也因为市场对AI业务的预期回到了历史最高点附近。 所以作为二级市场的投资者，即便公司的垄断地位开始动摇，这中间有足够长的时间供你评估形势和择机全身而退。

**2、量价齐升**

在投资中我们最喜欢寻找的就是“量价齐升”品种，在量和价格都提高的阶段，收入增速的弹性往往非常大，而且许多品种的利润会以更快的速度提高。最典型的是黄金时期的房地产，销售量和销售价格都在提高。还有一些品牌消费。比如我们看到的酱油龙头企业。在这个模式中，定价权会比销量提升更加重要，找到能长期涨价的品种往往是事半功倍。今天我们和大家分享一个长期涨价的行业：教育。

**3、定价权**

在投资中区别好生意和坏生意非常重要。我们发现很多时候两个企业家同样有能力，也同等努力，但一个是好生意，另一个是坏生意。时间一拉长，就会差别巨大。而且好生意赚钱往往不累，坏生意每一分钱都是辛苦钱。如果能够区别生意的本质，帮助我们在投资上做减法，就能极大提高我们的效率。今天从消费品中的两个案例，和大家分享一些自己粗浅的看法。

从传统的经济学角度来看，当一个行业集中度提高以后，能够形成寡头垄断，就会带来定价权。典型的比如航空，经历了过去的竞争，行业就几家在垄断，机票价格能维持到相对较高的水平。当然，因为有联合航空公司地勤打人事件，最近大家可能更愿意做联合航空的航班，因为被打之后就能获得上亿美元赔偿，迅速获得财富自由。

**好生意：厨电和白酒**

但是我们看到一个有趣的现象，**在中国啤酒行业的集中度远远高于白酒行业。**

基本上国内啤酒就是青岛，雪花，三得利这几家，也伴随着一些地方性啤酒。但是白酒往往一个省就大大小小有几十家甚至上百家，全国有一定规模和品牌的白酒企业加起来，有100家以上。我们看利润率，青岛啤酒的毛利率43%，净利润只有5%，基本上不赚钱。白酒企业中，茅台90%以上毛利率，净利率40%以上；五粮液毛利率70%，净利率40%；洋河毛利率63%，净利率33%。

从这些简单的对比，我们就能看到，啤酒真的卖得比水还便宜，矿泉水估计净利润率都不止这么点。白酒却真的是一台印钞机，净利率普遍在30%以上。

我们再看另一个案例，电视和厨电的对比。

基本上每一个家庭都会有一台，甚至几台电视机，也会安装脱排油烟机。表面上看，两者应该是差不多的生意模式，但是仔细看利润率对比，却让你吓一跳。电视机的龙头企业创业净利率只有3.1%，另一家龙头TCL的净利率2%都不到；同时这两大巨头的毛利率也是在18-20%之间。而厨电里面的巨头老板电器毛利率高达57%，净利率也有30%。另一家公司华帝股份毛利率也有42%，净利率8%。

从上面两个消费品中的案例分析中，我们看到了什么？

**定价权的差异**。

在家电中，厨电是真的好生意；在酒类中，白酒是典型的好生意。而做电视机的，卖啤酒的，都是赚一些辛苦钱。这种定价权背后的逻辑又是什么呢？我们发现很有意思的是，在中国如果是打价格战的商品，长期都是坏生意，如果能分层定价的商品，长期就是好生意。在中国，啤酒基本上没有太大的品牌差异，所以也没有很贵的啤酒，这点和海外不一样。大家基本上都是打价格战，给渠道很高的返点，最后自己不赚钱。

**而白酒完全不同，有清晰的分层定价。**

茅台是最贵的，下面是五粮液，然后是泸州老窖，山西汾酒，再往下是洋河等等。茅台一提价，下面也跟着开始提价。有了清晰的价格区间，大家都在赚钱。净利率都奇高无比。同样的事情在家电行业中发生。传统的电视机过去那么多年已经被管道化了，各家自己没有太大差异。对于用户来说，那肯定选择价格更加便宜的。而厨电的品牌分层很明确，从最上面的方太，老板，到中间的西门子，再到下面的华帝。几乎所有的人，都觉得越贵越好，越贵越有逼格。

这就回到了消费品的一个重要特性上：是否有逼格。用户的消费不仅仅是商品本身，还有一种认同感，以及被认同感。逼格越高的商品，定价权就越强，也不会出现大家杀价的显现。比如前面说的啤酒，真的没啥特别的逼格。

**你喝青岛和三得利差别不大，最后还是要看价格。**

白酒就不同了，喝茅台和五粮液不是一个档次。吃一顿饭，如果能有一瓶好酒，这顿饭的档次也提高了。买个电视机，能提升自己家庭的逼格吗？显然不能。但是来个客人，看看家里什么牌子的脱排油烟机，还是能体现档次的。前几天我们写过的运动服UA，前几年还是蛮有逼格的。到了后期渠道扩张加速，产品研发没起来，逼格一下子没有了。消费者一看，还是买耐克的算了。然后很多中年油腻男开始穿UA，肌肉年轻人就想着换一个牌子穿穿。

**这里面，其实和集中度关系不大，并不是越集中，定价权越大。**核心还是消费者是否愿意为品牌，情怀，文化来买单。

**定价权，而不仅是行业集中度**

回到消费品，最终还是这个品类，消费者是否愿意为品牌支付溢价。如果无法为一个品牌支付溢价，那很难成为好生意，即使市场集中度足够高。我们之前曾经研究过的星巴克，消费者是愿意为Starbucks这几个字，支付一定的溢价。但是其他品牌就很难。即使有高端的咖啡，又很难规模化。所以咖啡这种看上去非常好的消费品（高频，几乎刚性消费，消费者有瘾，受益于物理半径），但全球也就星巴克赚钱（前一段看到韩国MangoSix创始人都自杀了。。。）。

也有一些消费品，在不同国家也有不一样差异。比如方便面，其实在日本是价格分层非常清楚的商品，有很贵，也有很便宜的。而中国市场一上来就被康师傅坚持的低价策略做坏了，让用户觉得吃方便面就是很Low的。

**定价权，而非简单的行业集中度，才是区分消费品好生意和坏生意最本质的东西。**一些个人粗浅思考，希望对大家带来帮助。

2017 Q2(2017.8.22)财报发布后，陌陌投资人用20%的暴跌，回报200%以上的营收和利润增长，这再次说明，决定一家互联网公司价值的，是其构建未来行业地位的能力，而非当前赚了多少钱，而在这方面，陌陌给出的信心显然还不够。

金玉之堂，莫之能守 《道德经》中的这句话，不妨当作对低门槛行业的所谓成长股的警示。低门槛行业的护城河窄而浅，城内如果满是金银财宝（高增长、高利润），只能有一个结果：各路人马都会攻入城中。因此，高增长必须有高门槛（品牌、渠道、规模、资源、资质、核心技术）为后盾，否则易引来恶性竞争。

成长的持续性 管子说：“不为不可成，不求不可得，不处不可久，不行不可复。”投资者总是过于关注成长的暴发性而忽视成长的可持续性。其实暴发性成长本质上具有不可预知性和不可重复性，就像彩票一样，总有人中，但一定不是你。投资，宁要有门槛的低增长，不要没门槛的高增长，因为前者可持续，而后者难维系。

差异化竞争和同质化竞争的区别。为什么钢铁行业赚不到钱？因为提供的是同质化的产品。为什么航空业在国外长期赚不到钱（在国内可以赚钱，因为大的只有3家，而美国有多家）？因为提供的基本上是无差别产品（当然细究之下还是有一些差别的，例如航空公司的历史安全记录、机型等）。为什么白酒好赚钱？因为它是一个差异化的产品。可口可乐好赚钱，也因为它是一个差异化产品。

差异化的关键在于能不能提价，提价之后是不是不影响销售。

差异化产品的第一个标志是品牌

差异化产品的第二个标志是有回头客，即用户黏性

差异化产品的第三个标志是单价不要太高

差异化产品的第四个标志是转换成本

差异化产品的第五个标志是先发优势

好的行业里，领先企业通常有较为明显的先发优势。我比较喜欢买的是龙头，而且是有先发优势的龙头。只要在行业内领先，后面的公司一辈子也追不上，这就是先发优势。

什么行业容易出长期牛股？

行业集中度持续提高的行业。因为这样的行业有门槛，有先发优势，后浪没法让前浪死在沙滩上，易出大牛股。相反，如果行业越来越分散，说明行业门槛不高，既有的领先者没有足够深的护城河来阻止追赶着抢夺其市场份额，这种行业一般是城头变换大王旗，各领风骚两三年。

没有护城河（壁垒）的成长同样是在耍流氓。例如当年的光伏产业，起初整个行业增长非常快速，但随着行业蛋糕越来越大，进入该行业的竞争者也越来越多，产能从供不应求发展到供大于求，导致企业之间打起了价格战，最终每家企业分到的蛋糕都比过去小得多。手游行业也同样如此，尽管手游行业的总体增长非常快，但市面上有上万个手游app，许多手游企业都处于无利可图的境地。

以国内CDN业务曾经的寡头网宿科技为例：如下图所示，国内CDN业务市场规模快速增长，从2010年以来保持50%左右的增长速度，行业发展势头非常良好。作为曾经的CDN业务寡头，网宿科技从上市以来就受到投资者追捧，被认为是创业板的成长标杆。大幅增长的公司利润摊低了估值水平，表面上看29倍的市盈率，结合过去三年74%的年化复合增长，简直是最优秀的成长股。事实上不少的投资者都把网宿科技当成是低估值、高成长的典范。



但是公司发布了一份令人失望的2017年一季度业绩预告：一季度盈利1.69亿元至2.42亿元，同比下滑0%-30%，终结了此前净利润持续攀升的态势。公司对此解释的主要原因是：国内CDN市场竞争激烈，市场价格明显下降，从而导致公司毛利率下降。与此同时，公司股价从去年7月的高点76.50元一路下跌至45.57元，投资者愁云惨淡。

确实，单纯从估值和成长来看，公司是一个非常优秀的标的，但投资者在此忽略了一个最重要的因素：护城河（壁垒）。公司CDN业务的护城河（壁垒）何在？公司如何保证未来持续优秀的成长性？事实上，在互联网领域是典型的“赢者通吃”，国内几大互联网巨头，例如BAT等等早在2014年便已进军CDN业务，依靠其综合的技术优势、强大的降价能力和广泛的市场基础，其他互联网企业都面临逐渐萎缩的市场份额。2015年5月，阿里云高调宣布“腰斩”CDN市场价格，杀传统CDN厂商一个措手不及。此后，腾讯、百度以及一众中小CDN企业纷纷跟进“降价”营销，但作为行业龙头的网宿并未跟进降价。

2016年，CDN市场出现普遍降价潮，过去一年里阿里云曾17次下调价格，核心云产品最高降幅达50%；腾讯云CDN降价25%，乐视云直接推出CDN免费服务等。在阿里云挑起的价格战中，网宿科技所倚重的CDN业务蛋糕因为互联网巨头的介入而被分食抢夺，失去了护城河的网宿科技犹如一座毫无防守的空城，这才是导致股价暴跌的根本原因。

当一个行业没有进入壁垒（护城河）的时候，新进入行业的掘金者就会蚕食原有厂商的市场份额。

第二个维度是从公司的维度，我们找品类最优的公司。

第三个维度是管理层的维度。看管理层分两个方面，一方面看他的能力，一方面看他的诚信度。

是一个怎样的公司

### 商业模式

商业模式决定这是不是一门好生意。要一句话能够说清商业模式。

不能赚钱的商业模式，不是好的模式，所以，坚决不投未盈利、只有概念的公司。

印钞机，最佳商业模式。

通常，好的商业模式都非常简单，即使是外行也一眼能看清楚。

反过来没有好的商业模型的公司一定长久不了，互联网泡沫时代的诸多网络公司都是如此，虽然也开发了一些技术和应用，但是不知道自己怎么挣钱，因此兴起得快，衰亡得更快。

好的商业模式对于一家公司的成功是必不可少的，而最好的商业就是印钞机式的，它不需要多少人力，一旦运作起来便能自己产生利润，持续发展。相反，下面这三种商业模式都算不上好的：第一种，每增加一份营收就必须多雇佣一个人；第二种，无法横向拓展的业务，例如：从一个地区扩展另一个地区需要做许多额外的工作；第三种，需要消耗过多的原料和成本。创业者选择题目的时候，要特别注意商业模式。

以AT&T来讲，在19世纪末它就懂只收服务费而不收高的吓人的安装费，这本身就是一项了不起的商业模式的革命。正是因为为用户免去了大部分安装费，才使得美国的电话在几十年里就普及到所有的家庭。中国电信不懂这个道理，一笔高额初装费的门槛拦住了大部分有心安装电话的人，直到2000年前后这个问题才得到基本解决。

在 IBM 主导计算机产业的时代，计算机的每一个部件都是自己开发的。IBM 如此，DEC 和惠普也是如此。假如四十年前开发一个 CPU 芯片当时需要一千万美元，这三家就花掉了三千万美元。这时英特尔站出来说，我花一千万美元开发芯片，然后按每家五百万卖给你们，IBM、DEC 和惠普都觉得比自己开发要便宜，于是便接受了。而英特尔的处理器卖了三家后收入一千五百万，除去成本还盈利五百万，于是便发展起来了。

### 商业模式可复制性

看一看产品的定位。我总是问自己一个问题：这个公司将来继续发展下去会越大越强还是越大越难？有些行业，公司销售规模发展到一定的程度，再往上走就超出了管理半径，可复制性就不强了，增长非常难，这种行业就是越大越难，对这种行业要小心。中国有很多软件公司其实是做系统集成的，成长过程中大量依赖人海战术，最终虽然销售是增长的，但是人均利润不断下滑，没有规模效应。这点跟微软这种产品化的软件一样。我们都想买行业龙头，要有规模优势，越大越强。

对于那些伟大的企业，他们的成长阶段有的会长达30年甚至更长，而且其成长曲线并不是走走停停，而是一波流式的不停扩张，直到市场已经饱和或者他们创立的模式已经过时。

这里最典型的例子之一就是沃尔玛。



沃尔玛1962年创立，从1970年上市成为公众公司后就开始了长达30年的快速增长，这中间美国经历了几轮经济周期，还有1987股市大崩盘，1990海湾战争，但这些都没有能够阻挡沃尔玛的扩张步伐。业绩高速增长的背后，是沃尔玛开创的连锁大卖场的新零售模式，并且一家店一家店的持续不断的在美国各地以及全世界去复制这种模式：



对于经历的那个时期的彼特林奇，他曾经这样评论过：对于普通投资者，其实你不需要独具慧眼的在1970年就开始买入并持有沃尔玛，那不仅需要超于常人的洞察力更需要运气。但是你完全可以等到10年后的1980年，沃尔玛的高成长性不再是秘密，商业模式也已经成熟确立，沃尔玛的超市也已经开到了你的社区附近，就算投资者在那时买入，依然可以在接下来的20年里获得数百倍的回报。

只有商业模式能持续复制扩张的公司，才有可能做到伟大的企业，才能有机会在全球。市场持续不停的扩张，才能有几十年的快速增长的周期，才能做成垄断企业。阿里，腾讯，FB，苹果，亚马逊，微软无疑不是商业模式可复制的伟大企业。

新东方在教育行业空间巨大的情况下，扩张速度越来越慢，就是越大越难的的模式，就是其商业模式难以复制决定的，到达了公司规模的临界点，再想快速增长就需要改变商业模式，不能像好未来一样有标准化的课程，可以标准化的扩展，越大越强。

**科技公司的人均利润这个指标不错。**

### 未来3-5年会怎样

要能长期持有一个公司的股票，凭什么保证公司5-10年内的快速发展（20%营收增长）？

对我们来讲最好的投资是不需要退出的投资。如果你能找到一个好公司，是值得陪伴它十年、二十年、三十年，这种复合收益是非常可观的。赶紧卖完赶紧再找下一个，「骑驴找驴」的投资方式不是我们的投资方式。所以对我们来讲，我们更在乎这个企业有没有长期持续的增长力。

**2005-2017，12年之间，腾讯股价上涨超过200倍，从IPO算起的话，至今(2017)，涨幅已超300倍；20年前，亚马逊（股票代码为AMZN）于1997年5月15日IPO（首次公开招股）上市，如果投资者在当时对其进行了1美元的投资，那么时至今日这1美元的本金就会变成489美元。同样的，如果投资者在20年前对苹果（股票代码为AAPL）进行了1美元的投资，那么到今天就会变成245美元；对流媒体视频服务提供商Netflix（股票代码为NFLX）而言则会变成150美元，**

**长期持有，追求长期收益，放弃短期的波动和利益，赚取企业成长的钱，而不是去赚取市场博弈的钱。把自己当成公司的“老板”，与公司一起成长。**

**炒股要做的事情就是找到这样的独角兽，长期持有，不断增持。**

**一个股票，如果不能持有一年以上，就不要买入。**

如果走了狗屎运与一只超级牛股一路陪跑二十年是个什么体验？  
  
如果你在乔布斯回归苹果的 1997年——于苹果股票上投资10000美金，到目前你的这笔资本是196万美元。最让我觉得impressive的是分红，虽然苹果到了2012年才开始第一笔分红，但你这笔10000美元的投资光分红就能拿回126000美元。资本利得+分红，二十年的平均年化收益率30.6%。  
  
但问题是：下一只苹果在哪？——无人可答。  
  


### 公司风险

除了以上这些问题，T神心里其实一直装着一个最钟爱的问题，而这问题一问就是数十载。文化是会传染的，以至于当一些公司派代表来觐见富达基金，在十四楼的会议室里富达大多数经理都会亦步亦趋地学着问出这个问题：什么会让你所在行业的公司一败涂地？

What causes companies in your industry to fail?

### 管理层

当一个企业的领导层只是完全停留在“逐利”这个层次的时候，你很难指望他做一些长期有利但短期有压的战路性举措，这样的后果是在短期报表很好看的掩盖下以完争力的逐渐

流失为代价。

在观察一个企业的时候我经常在脑海里衡量的就是，这到底是一个企业家还是一个商人？后者完全以经济利益至上为最高追求，所以什么来钱就去做什么：前者则以“产业雄心”为至高目标，十年如一日追逐着内心的理想、不断精益求精。当企业领导者在上市后普遍都早已进入了财富仅仅是数字的阶段，当财富已经不能成为其奋斗的动力的时候，除了梦想。

卓越的战略视野及规划

梦想的实现光靠拼搏是远远不够的，成败往往取决于有没有战路视野。以及是否具有卓越的战略规划？战略听起来很学术化和空洞，但实际上它非常具体。一个好的战略在我看来必须清楚地回答几个问题：

第一.行业的当前发展特点和长远趋势将是怎样的？

第二，企业在这一进程中所确立要达到的目标是什么？

第三，为了达到这一目标企业需要建立怎样的能力？

第四，企业将通过什么方法和步骤来实现这个目标？

这四个问题实际上可以反映出企业对于经营发展的最根本认识。一个具有战略思维的企业你经常可以看到它就此作出论述，并且在企业发展中按部就班执行。一个有前瞻性并且坚定不移的企业往往比同业者看得要远得多，也因此你会发现它始终在对未来进行意义深远的布局也许短期并不明显，但是回望的时候一定可以清晰地体现出“沿着主线逐步渐入佳境”的迹象：要么是相对于同行在差异化的竞争优势上有了显著的区别。要么是经营的格局和局面越来越宽广。

马云在接受采访时说：“我的工作主要是思考，想未来5年、10年以后，整个世界或者说中国的经济格局的变化对我们会有什么影响。我们跟别人不一样，我们对于3年、5年和8年的战略更关注。我们很少把竞争当作主业，消灭竞争对手未必就会赢。老想打败竞争对手，这个公司就成了职业杀手。对手可能在你走向成功的过程中给你增加些麻烦，但那不是关键。关键是怎样帮助客户成长。这个只有企业家会思考，做企业家确实要考虑社会，要解决社会问题才能持续发展”。

你会发现没有战略意识的公司总是在追逐潮流并且呈现出典型的机会主义者特点。他们往往贸然就制定一个“宏大目标”，又突然下马一个曾经的伟大设想。这类企业表面上豪言壮语。热火朝天，但是细细考虑其产业基础以及商业逻辑，会发现其基本上被一种盲目的革命乐观主义驱使进行着毫无确定性的赌博。对于行业和自身没有任何深思熟虑的思考。甚至，有时宏大的产业抱负再走过头一步就成了巨骗。

另外我发现具有战略思维的企业非常注重差异化竞争优势的建立。是否理解差异化的价值以及能否构建起差异化的战略。是区分企业家层次的关键。成龙曾说：“别人踢高腿我就踢低腿。李小龙永远是铁金刚我被打到也会疼”。其实这就是典型的差异化战略。无数模仿李小龙的都倒下了，卓别林式打斗的成龙却成为新的功夫之王。

别的传统中药厂商在已经无力推出新药而顺势“明智地”转向食品保健品市场的时候，天士力反而走向“华山一条路”的现代医药体系，以十年磨一剑的气魄和努力构建出全新的中药创新研发和品质管理体系，从而创造出企业得以大发展的蓝海；当竞争对手都在通过代理销售追求“短平快”的时候，广联达却坚定不移地建立起自己遍布全国的销售和服务网络，并靠它支撑起后续一纵一横的全业务覆盖产品群，道路越走越宽。低头走路的耐性和坚韧固然很重要，但抬头看路的方向性选择和前瞻力有时史重要—特别是在产业面临巨大环境变化的时候，谁站得更高、看得更远、规划得更严谨，往往会在出发前就确定了胜负。

我们还能期待他为什么而战斗呢？所以耐得住寂要和额强的企业家精神，以及不对快钱动心的产业抱负。是一个企业得以长远发展最基本的根基。

新东方放权给分区校长，只顾着赚钱，这样就是没有战略目标的公司，像无头苍蝇一样，怎么赚钱怎么来，成不了大气候的，做了十几年依然没有找到适合自己扩张的道路；好未来先做好口碑，再慢慢扩张，打造教科书，可以标准化扩展，这就是清晰的战略目标，这样的公司才是真正厉害的公司，能成为行业的垄断者

主要产品和营收构成

公司对员工的态度

公司对股东的态度

潜在风险大小

### 逆向思考与证伪

逆向思考

芒格说道：要学会把事情颠倒过来考虑，逆向思维会帮助你发现很多问题。很多难题就是在逆向思考，倒过来考虑问题的过程中发现并解决的。

如果你发现一只股票并想买入，并在做过所有分析后推断出可以买入，你也需要做一个相反的逆向考虑，找出一些你不能买入这只股票的原因。

通过这样的做法，就可以尽量保证你的研究是全面的，而且是透彻考虑这个投资的每一方面。

证伪能力

要学会给自己的想法提反对意见的思维。人们很容易选定自己潜意识中喜欢的股票，而在做决定买入之前过滤掉那些阻止自己所选股票的相反想法。

要永远记得股票市场并不在乎你有多么喜欢那只股票，市场是最无情的。

如何将次应用在投资呢？芒格解释到：投资也要采用同样的方式，当你找到一个你喜欢的公司或者一个你自己认为很棒的想法的时候，你首先要先去分解这个想法并尽力证明自己是错误的，如果你不能证明自己的这个投资想法是错误的，那么你将会有一个很好的投资。

## 财务分析

如果股票要上涨，就要公司的净利润大幅增长。因为市盈率会在一个区间波动，是有天花板的。如果是好公司，利润会一直增长、增长、再增长，是没有天花板的。

从长期来说，投资最重要的事儿就是找到净利润大幅增长的公司，这方面菲舍尔做的好，他著作了《怎样选择成长股》很值得一看。

净利润增长来源无外乎3种情形：收入增长、毛利率提升、费用率降低。

（1）营收持续增长，对应于提价、扩量，

（2）毛利率提升，意味着龙头地位的巩固，竞争力强；

（3）费用率降低，表明公司管理的好。这三项只要有一项能够提升，就可能增加利润。但最好是三项一起，才是稳定、良性的增加公司利润。比如如果营业收入不增长，只提高毛利跟控制成本，这样的利润增长是有天花板的。

### C=当季每股收益：可观或者加速增长的当季每股收益和每股销售收入（EPS是最关键的）

记住：你不需要投资那些风险很大的公司的股票。

EPS大幅增长是挑选致胜股票的底线。

1998年初，许多专业投资者在50美元的价位上购买了维斯特管理咨询公司的股票。因为这个公司的季度每股收益在过去3个季度中发生了跳跃式的增长，增长比率从24%到75%，直到268%。但是，这个公司的销售收入增长率公有5%。几个月后，这支股票暴跌至每股15美元。这个例子说明，由于降低成本、减少研发费用、提取折旧、降低存货量、削减广告费用或者其他的原因，公司的收益可能在几个季度里产生“膨胀”现象。**但是，真正的每股收益增长，必须依赖销售收入的增长。**

同理，如果每股收益增长率开始趋缓，甚至出现大规模的减速（譬如一支股票季每股收益增长率由50%突然下降至15%），那么股价很可能将出现空头行情。

作为个人投资者，你应该等到一家公司成功表现出真实收益增长时再投资。聪明的投资者会挑选一些当季收益大幅度增长的公司作为投资对象，这种方法可以非常有效地规避在选股时可能遭遇的高风险。

重视当季每股收益的作用，无乱是在牛市还是熊市，也不必考虑短期的投机性“泡沫”或是繁荣现象，投资者永远都会选择到最为强势的股票。当然，不要只考虑收益增长情况，不过，EPS任然是最关键的。

我通常会先确认某公司每股收益增长率连续两个季度都有实质性的下降（增长率比前几季度下降2/3），再做出该公司股票已无投资潜力的结论。因为，即使最好的公司也难免会偶尔出现某个季度收益增长减缓的情况。

公司的税后总利润除以公司公开发行的普通股数量，就得到了你所关注的EPS（每股收益）。在今天诡异多变的股市中，EPS的变动比例是进行股票选择时应参考的惟一重要的因素。EPS增长的比例越高，股票就越有投资价值。

你应该经常把公司的当季每股收益跟去年同期进行比较，为防止季节性的扭曲，因此不应该跟前一个季度进行比较。换句话说，你不能把第四季度的每股收益跟第三季度的每股收益进行比较。而且，为了进行更好的估价，应该把今年第四季度的每股收益跟去年第四季度的每股收益进行比较。

在我们的模型中，我们选取了1952-2001年间的600支大飙股，其中约有75%的股票大股价大幅上扬之前，其最新公布的平均每股收益增长率均在70%以上。

另外25%的股票虽然未见当季每股收益有很高增长，但是在之后一季就出现高收益增长率，并且一鸣惊人，收益增长幅度平均高达90%!

仅有2%能有如此大的收益增幅，因此，请记住一点：你要找的是那些经营业绩表现出众的明星股，而不是平淡无奇的泛泛之辈。尽管保持耐心，股海淘金终有所获。

思科系统公司在1990年10月公布了最近两个季度的每股收益为150%和155%，此举直接导致3年后该公司股价上涨了超过1467%。

美国在线在1998年9月公布了最近两个季度的每股收益为900%和283%，6个月之后，其公司股价就上涨了557%。

戴尔电脑公司1996年11月公布了最近两个季度的每股收益为74%和108%，27个月之后，公司股价上涨了1780%。

恒升通信公司（Ascend Communications）1994年8月了公布了季度的每股收益为1500%，15个月之后，公司股价上涨1380%。

阿克斯达夫公司（Accustaff）1995年1月公布的每股季度收益增长300%，结果16个月之后，其股票价格就上涨了1486%。

我建议无论是股市新手还是老手，都不要投资最近一季每股收益较去年同期增长率未达到18%或20%的股票（牛市（大盘整体上扬）增长率50%以上，熊市35%以上，想要优中选优，增长率达到100%-500%），为保险起见，过去两个季度的收益都应该有大幅增长，销售额和每股收益同步增长，最近一季，销售额增幅不低于25%。如果所选股票的最近一个季度的税后利润率达到或者接近新高，并且在该行业中出类拔萃，成功的几率会更高。通过对股票市场最成功的公司的研究，我们发现，这些公司在股价大幅度上涨之前，当季每股收益都有大幅度的增长。许多成功的投资人都将当季每股收益增长率达到25%或30%作为选择股票的最低标准。如果近几个季度的每股收益较去年同期都有明显增长，那么更有可能确保投资的成功率。

在牛市行情里，我喜欢大量买进每股收益增长率为40%到500%甚至以上的黑马股。既然你有成千上万的股票可以选择，为什么不选择投资那些最好的股票呢？

### A=每股收益年度增长率：寻找收益大牛

应该关注这样的股票：在过去3年终，每年的收益增长都很显著（25-30%），而且，近期的季度收益又大幅的提升。切记，这是选股的最低标准。

每个公司都可能偶尔出现每股收益很高的季度。如前所述，很高的当季每股收益是选择飙股的重要条件。但是，仅凭当季每股收益来选股是远远不够的。

你还必须研究所关注公司的年度收益增长率，从而进一步确认其近期佳绩并非昙花一现，而是的确实力不俗。

一只表现优异的股票，不但需要在最近几年内保持良好的增长记录，而且还要在最近几个季度内表现出每股收益的大幅增长。可以这么说，两者缺一不可。想要造就一支真正成功的飙股，年度每股收益以及当季每股收益的增长情况必须是同步向荣

值得你投资的好股票，过去3年其每股收益的年度增长率应该达到25%至50%，甚至100%。我们研究的1980年至2000年中的所有飙涨股票在价格初动时的每股收益年度增长率平均达到36%。大约四分之三的大牛股在涨势发动之前的5年内，都表现过相当可观的年度收益增长。

这类股票的年度每股收益在价格上涨前5年内典型的增长模式例如：0.7美元、1.15美元、1.85美元、2.8美元、4美元。在许多情况下，5年当中某一年的每股收益增长率出现比较低的情况是可以接受的。只要该股票的每股收益能够在随后的一年迅速回升，甚至再创新高就可以了。

这正是选择投资股票的要点。一支好的股票，过去3年里每年每股收益都应该较上一年度有显著的增长。通常不希望其中第二年的每股收益增长率稍稍滑落，即使它能够在下一年内得到回升，甚至达到历史新高。一支股票，如果在过去几个季度保持着较高的季度每股收益，而且过去几年中有着很好的历史增长记录，那么这支股票必将成为或者至少很有可能成为大牛股。

另外，作为投资者，你不应该忽略公司的股权收益率（ROE）。我们的研究表明：股市上表现最好的股票在过去50年中的ROE至少达到17%。通过股权收益率能够把经营好的公司和经营差的公司区分开来。并且，投资者应该寻找那些年度每股现金流比实际每股收益至少高出20%的成长型股票。

当你以3年每股收益增长为标准来检视某一行业股票时，通常可以先剔除其中80%的股票。这是因为特定类股中的大多数公司增长缓慢，甚至根本没有增长。而下列几支公司却不同，他们都表现出明显的未来增长信号。

　　1963年3月至1966年6月间，施乐（Xerox）的股价狂涨了700%，当时它的每股收益年增长率平均达到32%。

　　美国著名的连锁超市零售商沃尔玛在1977年至1990年期间，每股收益年增长率高达43%，股价因此狂飙112倍。

　　思科系统公司（Cisco Systems）于1990年10月显示出257%的每股收益年增长率，1986年10月微软公司的每股收益年增长率则为99%，这些都直接造成后来股价的巨幅上涨。

　　要记住，一家公司具有年度增长记录并不能说明它就是一支成长型股票。事实上，有一些被市场人士推崇为成长股的公司，他们过去数年的每股收益增长率较以往最辉煌时期的增长速度已经相差很多了。

　　一家公司过去3年都保持着惊人的30%的[每股收益](http://www.maofou.com/Value/EPS.htm" \t "_blank)年增长率，但是最近3个季度却表现得像一支收益型股票（每股收益增长率只有10%或15%）。一些大型的历史悠久的公司通常增长缓慢，所以大多数情况下应该从备选股票中剔除。从1998年到2000年，麦当劳公司3年的年增长率只有10%，这个增长率在如今充斥着成长型股票的市场中只能属于二流水平。

　　一个公司的年度每股收益很可能是这样的：第一年4.00美元/股，第二年5.00美元/股，第三年6.00美元/股，到了第四年只有2.00美元/股。如果第五年每股收益为2.50美元/股，虽然较上一年有了25%的增长，但是这种结果依然不能令人满意。惟一看上去有吸引力的是，由于上一年的每股收益实在是太低了，因此，接下来年度里公司的每股收益应该能够有较大幅度的增长。但是问题在于：虽然年度每股收益在慢慢的回升，但是距离6.00美元/股的最高峰还相距甚远。

**切忌卖空高市盈率股票**

1962年6月，美国股市正值萧条的时候，一位住在比佛利山庄体格强势的投资人到我朋友开设的经纪行里，一直抱怨施乐股票太贵，因为其市盈率为50倍。在施乐股票每股股价88美元的时候，他卖出了2000股施乐股票（他从他的经纪人那里融券并卖空了施乐股）。

　　而就在他卖出这支股票之后不久，施乐股票股份大涨，最后在分股之前股价达到每股1300美元。仅仅因为市盈率太高，就以此为理由卖掉股票，结果只能导致赔钱。

我应用市盈率的一个方式是用它来判断成长股在未来6-18个月内价格的潜在运动方向，当然这要基于对未来每股收益的预测。首先估计出未来两年内股票的每股收益，然后乘以股票价格图上最初买入点和市盈率，再乘以130%（130%表示，未来股票价格上涨可能导致的市盈率的上升比率）。得到的数值可以用来判断在多头行情下，一支成长型股票可能达到的卖出价格。举例说明：嘉信理财（Charles Schwab）股票以每股43.75美元开盘，市盈率在最初买入点为40倍。40\*130%=52，预测未来两年的每股收益为1.45美元，那么（1.45\*52）即是两年后股票的潜在价格。用这种方法可以大约测算成长股在未来几年可能达到的价格。(待验证)

### 高毛利润

从传统的经济学角度来看，当一个行业集中度提高以后，能够形成寡头垄断，就会带来定价权。典型的比如航空，经历了过去的竞争，行业就几家在垄断，机票价格能维持到相对较高的水平。当然，因为有联合航空公司地勤打人事件，最近大家可能更愿意做联合航空的航班，因为被打之后就能获得上亿美元赔偿，迅速获得财富自由。

好生意：厨电和白酒

但是我们看到一个有趣的现象，在中国啤酒行业的集中度远远高于白酒行业。 基本上国内啤酒就是青岛，雪花，三得利这几家，也伴随着一些地方性啤酒。但是白酒往往一个省就大大小小有几十家甚至上百家，全国有一定规模和品牌的白酒企业加起来，有100家以上。我们看利润率，青岛啤酒的毛利率43%，净利润只有5%，基本上不赚钱。白酒企业中，茅台90%以上毛利率，净利率40%以上；五粮液毛利率70%，净利率40%；洋河毛利率63%，净利率33%。 从这些简单的对比，我们就能看到，啤酒真的卖得比水还便宜，矿泉水估计净利润率都不止这么点。白酒却真的是一台印钞机，净利率普遍在30%以上。

我们再看另一个案例，电视和厨电的对比。 基本上每一个家庭都会有一台，甚至几台电视机，也会安装脱排油烟机。表面上看，两者应该是差不多的生意模式，但是仔细看利润率对比，却让你吓一跳。电视机的龙头企业创业净利率只有3.1%，另一家龙头TCL的净利率2%都不到；同时这两大巨头的毛利率也是在18-20%之间。而厨电里面的巨头老板电器毛利率高达57%，净利率也有30%。另一家公司华帝股份毛利率也有42%，净利率8%。 从上面两个消费品中的案例分析中，我们看到了什么？

定价权的差异

定价权，而非简单的行业集中度，才是区分消费品好生意和坏生意最本质的东西。

**关注财报的营收，利润时，注意毛利的变化，毛利不断下跌，可能表明市场竞争者陷入了价格战；陷入价格战的企业，坚决抛弃，毛利高，代表垄断性，高技术行业。**

**价格战来了，随着市场的扩大，越来越多的竞争者涌入，欧菲光的毛利率逐年走低。2012年，这个数字是20%，2013年跌至16%，2014年沦为惨不忍睹的12%。股价一路走低。**

对于高科技产品来说，公司处于创新周期，有两个指标：

1、毛利率上升的周期

2、净利润增速比营收跑的更快

根据巴菲特的观点，营业额，净利润，这种忽上忽下的公司不能投，因为它保不齐哪天就会垮掉。



辉煌时期，IT产业的毛利率代表

### N=新产品、新管理阶层、股价新高

归纳而言，应该选择这样的公司：开发了重要的新产品或服务，或者从新管理层抑或是大为改善的产业环境中获益匪浅。然后，如果这些股票从有效的价格调整形态中突破出来，而且交易量增加，并接近已经创下价格新高，就要果断买入。

**新产品可引发股价大幅上涨**

　　一个公司通过向市场推出新产品，可以取得巨大的成功，进而使得自己的股价狂飚。当然，所谓推陈出新，是要能够在一定程度上改变人们的生活方式。下面是几个具体的例子：

　　1，雷克塞公司（Rexall）于1958年增设塔珀家用塑料制品部门，此举推动其股价从16美元上升到50美元。

　　2，乙硫橡胶（Thiokol）公司于1957年至1959年间，发明新型火箭燃料，股价也由48美元一飞冲天，飙升至355美元。

　　3，欣特克斯公司（Syntex）于1963年上市口服避孕药片以来，短短6个月内，股价即由100美元狂飚至550美元。

　　4，1967年至1971年间，麦当劳扩展快餐连锁店，此举导致股东手中的股票价值增加11倍。

　　5，利维兹家具公司（Levitz）开设广受大众欢迎的大型家具折扣商店，随后其股价在1970至1971年间上涨660%。

　　6，休斯顿石油天然气公司因为开拓新业务，钻探出新油田，股价从1972年到1973年的61个周内，狂飚968%，此后，到1976再次上涨367%。

　　7，计算机远景公司（Computervision's）推出电脑自动设计工厂自动化产品之后，其股价于1978年至1980年间巨幅涨升1235%。

　　8，由于发明新兴办公文字处理设备，王氏洗印厂（Wang Lab）B股从1979年至1980年间大涨1350%。

　　9，普莱斯电脑公司（Price co.）在南加州率先开设会员制的折扣连锁店，股价因此于1982年至1986年上涨15倍。

　　10，安进公司（Amgen）成功研制出两种新的生化科技药物，其股份显示在1990年上涨60%，此后到1992年元月，股价累计上涨460%。

　　11，思科系统公司（Cisco Systems）开发出一套新的网络设备，使得公司电脑系统可以与当地电脑网络连接，其股价也因此在3年半的时间内狂升20倍。

　　12，国际赌博科技公司（International Game Technology）推出安装新型微处理器的游戏机产品，股价从1991年到1993年间激增16倍。

　　13，微软推出Windows视窗系统，使得其在计算机软件市场份额大增，直接导致其股价在1993-1999年间上涨1800%。

　　14，从事个人软件市场开发的仁科软件（Peoplesoft）公司，从1994年开始的3年半时间内股价上涨了20倍。

　　15，戴尔电脑公司（Dell Computer），市场的领导者以及根据用户订单制作电脑的创新举动，使得其股票价格在1997年11月至1999年1月间上涨了1780%。

　　16，EMC公司，为电脑提供超级的内存设备，大大满足了网络存储的需求，此后其股票从1998年1月开始的15个月内价格上涨4785%。

　　17，网络世界的领导者，美国在线（AOL）和雅虎为消费者提供在互联网上获取信息的门户服务，使得从1998年秋到1999年的股价顶峰时期，期间股价均上涨了500%。

　　18，甲骨文公司（Oracle）为市场提供数据库和电子商务软件，此举使得其股价在29个月内由最初的20美元上升到1999年9月的90美元。

　　19，两家网上股票交易商查尔斯（Charles）和施瓦布（Schwab），由于为其顾客提供网上交易费用打折服务，股价从1998开始，仅仅6个月内就上涨了414%。

　　20，太阳（Sun）微系统公司，成为网络产品市场的领导者，其股价从1998年10月到2000年3月期间上涨了700%。

　　从上面的例子我们发现，在美国的股票市场上，随时都存在着巨大的投资机会。市场上还会出现大量如同上面提到的公司一样的市场领导者。因此，好好研究，做好准备，以便判别出下一轮市场的大赢家。

通过研究我们发现，股市中最强势的飙股（令人惊异地）表明了古训所说“低价买入，高价卖出”完完全全是错误的。实际上，研究结果恰恰相反。令人难以相信的股票市场“大悖论”是：

**看起来股价过高或风险过大的股票通常还会有价格上涨空间，而看起来股价较低的股票价格往往还会再创新低。**

　　你是否觉得这一“极度抽象悖论”很难付诸实践？不妨再看一下我们的另一项研究。在这项研究中，我们选取两组股票，一组达到股价创新高，一组达到股价创新低。

**研究结果说明了这样一个结论：创新高的股很容易再创出新高，而被列入创出新低名单中的股票，反而容易再创新低。**

**一支股票如何能够从50美元涨到100美元？**

　　思考一下：一支股票在40美元到50美元每股之间盘整数月，现在成交价位为每股50美元，如何才能上涨一倍？是否应该一步一步涨到51美元，然后是52美元，以及53美元、54美元、55美元，依此类推，最后涨至100美元？

　　作为一位精明的投资者，你的任务是在大多数传统型投资者看来股价过高时买入，然后当股价大幅度上涨并最终达到在那些人眼中具有吸引力的价位时卖出。如果你1990年在思科系统（Cisco）股票刚创下新高，看起来有些吓人的时候买入该股票，你就能分享因数股价后来比买点上涨大约7500%而带来的利润。

### S=供给与需求：关键点上的大量需求

只要应用CAN SLIM体系，任何规模市值的股票都可以买入。但市值低的股票不论上涨还是下跌，波动都更剧烈。有时，市场的重心会从低市值股票转为高市值股票，反之亦然。我们更为推荐在公开市场进行回购以及管理层持股比例可观的公司。

如果你而对两支股票：一支具有3亿股的庞大数量，另一支只有5000万股。让你考虑从二者当中选择一支进行投资，而这两支股票的条件又差不太多，惟一的差别在于股票发行量的不同。在这种情况下，通常是流通股数量较小公司的股票更具有表现潜力。然而，因为公司的股本比较小，因此，也很容易跌下来。换句话来说，这样的股票虽然很具有潜力，可是同样风险也很大。令人高兴的是，我们拥有降低风险的方法，我们将在第九章具体来讲如何规避这种风险。

通过一个公司流通股的数量占总股本的比例，我们可以了解到公司潜在的日后能增发股票的数量。但是市场专家同样也关注“浮动供给量”——股票总量减去公司大股东的持有量。一家公司，如果管理层持有比较大数量的公司股票（对于大公司这个数量至少为2%到3%，对于小公司来说，这个比例应该更高），那么你就更应该好好关注这支股票。因为，管理层持股使得管理人员收入与公司利润息息相关，因此有利于其更好地管理公司。

**特别关注：那些在股市上进行股票回购的公司**

　　大多数情况下（并不是所有情况），如果一家符合CAN SLIM标准的公司（尤其是中小型增长企业），在公开市场上连续回购公司的股票（10%的回购标准已经很了不得了），这对于投资者来说，是一种很好的投资征兆。公司回购股票，减少市场的流通量，通常意味着公司在不远的将来会提高销售和利润状况。

　　通过股票回购，公司的净利润将被更少的股份瓜分。因此，很容易提高每股收益。正如我们前面所提到的，每股收益的增加是驱动股票价格上涨的重要因素之一。

　　从70年代中期至80年代，泰迪电脑公司（Tandy）、Teledyne公司和量媒公司（Metromedia）都成功地从公开市场回购本公司的股票。随后这3家公司的每股收益增长率都很高，因此，股票价格大幅度的增长。泰迪电脑公司，在1973-1983年10年间，股价从2.75美元上涨到60美元。Teledyne公司的股票在1971-1984年间股价从8美元狂飚至190美元。量媒公司的股票则在1971-1977年间，股价由30美元飙升到令人咋舌的560美元。Teledyne公司从公开市场回购了近8成股票，便得其股本从88000万股下降到15000万股，此举直接的效果使得其每股收益从回购前的0.61美元上升到接近20美元。

**低负债率的公司通常比较好**

投资人可以注意那些过去两三年内负债比率持续下降公司的股票，如果没有其他因素的影响，这些公司的利息支出可以显著降低，从而提高其每股收益水平。

　　此外，发行可转换债的公司，其股票有个缺点：一旦发行的可转换债券转换为普通股，原来股东的股票权益将被稀释，股票的每股收益必然也会降低。

总体来说，请记住：无论是股本数量较小还是相对较大的股票，都可以在CAN SLIM的原则下进行买入操作。但是，股本小的股票流动性比较差，股价波动可能会比较剧烈，股价表现暴涨暴跌。因此，投资于小型股票固然经常有机会赚到巨额差价，但是同时要也面临很高的投资风险。市场的投资重点经常会在这两种类型的股票之间发生转移。那些在公开市场进行股票回购以及那些经理层持股的公司，都是适合投资的对象。

### L=领军股或拖油瓶：孰优孰劣

总之，如下忠告一定要牢记如心：即使看似便宜，投资于滞后股也很少能给你带给你回报，必须寻找并且将你的选股范围限定为市场领军股。一旦股价低于买入价的8%，赶紧卖出那些滞后的“失败者”，以免冒险让自己伤得更深。

**只从同行业股票中最好的两三支股票中进行挑选**

　　同行业股票中最强势的两三支股票，通常能够上涨得惊天动地，而其他股票有时却连一丝涟漪都激不起。

**避免同情性的股票购买行为**

　　我们的研究表明，股票市场上很少有真正的新鲜事，历史总是一再的重演。1963年夏天，我买进了口服避孕药产业的开拓者——欣特克斯公司股票，随后它的股价上涨了400%。可惜当时大多数投资者没有买入这支股票，因为它的股价刚刚创造了100美元每股的新高，而市盈率为45倍，看起来似乎太高了。

　　然而，几家投资公司建议客户购买西尔列公司股票作为一种跟进性行为。他们看重西尔列股票的原因是其股价对比较便宜而生产的产品与欣特克斯相近，但是西尔列的市场表现终究让他们失望。欣特克斯股票成为市场的领导股，而西尔列只是一支落后股。

　　所谓“同情股票”指的是：发行该股票的公司还算是同行业中的领先公司，投资者购买该股票是希望领导型公司的表现能推动该公司的股价，但是这类股票的利润和价格历史记录通常相对来说比较差。这类股票总是试图能跟随同行业真正的依靠股上扬，但结果总是难遂人愿。

**利用股价相对强度（RS）来判别领导股和落后股**

我们将向大家介绍一个简单易记的法则帮助投资者分辨领导股和落后股：查看投资者日报（作者办的报纸-猫否注）上的股价相对强度评级（RS Rating）。RS评级的定义如下：

　　RS评级是用于比较一支特定股票在过去一年（52周）内相对于市场其他股票的价格表现的一种专利评级。RS评级的值介于1-99，值越大表明股票表现越好。如果RS评级值是99，意味着这支股票在这一年中的价格表现比市场中99%的股票要好。

从20世纪到50年代早期到2000年，市场上每年股价表现最好的股票在股价飙升前的平均RS评级为87。所以，成为股市大赢家的法则是：不买落后股，不买跟进型股票，一心一意锁定领导股。

**寻找弱势市场里的强势股票**

1967年春天的某一天，我经过纽约的一家交易所的时候，顺便看了一下大盘走势，当时道琼斯工业指数下跌12点（在当时来说，12点已经是一个不小的数字了）。我又发现控制数据公司（Control Data）以非常大的成交量上涨3.5%，达到62美元，于是我立即买进。因为我很了解这家公司的情况，而且它在弱势市场中表现出了异常的强势。后来这支股票暴涨至150美元。

所以请记住：投资于落后型股票会得不偿失，即使它的股份及其便宜。不买则已，要买就只买领导股。

### I=机构投资者的认同：跟随领导者

投资者应当购买这样一种股票：至少被几家业绩水平优于行业平均水平的机构投资者持有，并且近几个季度内机构投资者数量有所增加。

股票的上涨需要由大量的需求作为推动，而股票最大的需求来自于机构投资者。比如共同基金、养老基金、银行等，他们的投资量占到股市每日交易量的最大份额。

**何谓机构投资者的认同**

机构认同度指的是这些机构投资者所持有的股票份额。

一支表现很好的股票不需要大量的机构投资者眷顾，但至少应该有几家。一支股票拥有机构投资者数目的最小合理值应当是10家，尽管大多数股票拥有的机构投资者数理远远大于10家。如果一支股票缺乏机构投资者的认同，那么一般来说它的业绩表现就会非常一般。即使一支股票只被上千家机构投资者中的少数几家光顾，而且后来证实他们的买进决策是错误的，大量客观的买进仍会推动该股价格大幅上升。

**质量和数量并重**

　　细心的投资者会更加深入。他们不仅希望知道一支股票有多少家机构投资者以及在最近几个季度里这一数量有无增长，而且他们还希望知道这些机构投资者的名字。他们寻找的是这样的一类股票：即该股票至少有两家有着最好业绩记录的比较精明的基金经理持有。这被称为“分析机构投资者的质量”。

　　在分析一支股票的机构投资者的质量时，最重要的是观察该机构投资者在最近一年以及过去3年的业绩表现。一种快速简便的方法是查看《投资者日报》中登载的基金近36个月的业绩等级。“A+”级基金表示该基金的业绩在所有基金中排名前5%。等级在“A-”以上的基金被认为有较好的业绩表现。

总而言之，个人投资者应当投资于以下两类股票：是那些至少由几家优秀的机构投资者（其业绩超过市场近期平均业绩）持有的股票；二是在最近几个季度内持有某支股票的机构投资者数量明显增多的股票。要充分利用机构认同这一因素，并将其作为研究是否买入一支股票时绝对重要的工具。

### M=市场走向：如何判断大盘走势

长尾风险，黑天鹅事件，最大回撤，这些让投资人痛不欲生的事件，在15年A股崩盘、01年美股互联网危机和08年金融危机中，让投资人尝到了非常大的苦头。

这些事件的集体表现，就是股指出现非常大的跌幅，通常是由于系统性事件的发生，引起的连锁反应。根据事件影响的大小，股指持续下跌的时间和幅度有所不同。

### 股价不断创新高

这一条算是买入之后的验证，股价从月k来看，股价持续创新高，可以看出公司在行业的地位，投资人的态度，公司的业绩。

类似与特斯拉，momo这种的波动过大

经常有20%的上下振幅，这样说明投资者对这个股票的分歧很大，并没有非常明确的未来优势或者说未来的前景还不够明朗

最牛逼的股价就是腾讯，fb，Google，amze一路向上不断创新高

股价能够不断的创新高（从月k看），说明背后必有业绩的支撑，公司具备无可匹敌的竞争优势，有投资人的看好，只要行业的空间足够大，就能成就一只超级大牛股。



腾讯



FaceBook



亚马逊

二，选股要求

1、关注符合业绩的龙头公司(只买龙头)。根据达尔文进化论和历史数据证明，强者恒强，买龙头收益最好。(举个例子：杰克韦尔奇到通用电气时说，让他见鬼去吧，我们必须在我们每个涉足的领域做到第一或者第二，否则我们就退出，我不在乎要解雇多少人，卖掉哪些业务，如果做不到第一，或者第二，我们宁可不做。韦尔奇这么做，显得铁面无情，但那是非常正确的决定，能够使股东的财富最大化)。  
  
  
2、关注机构认同度高，有业绩拔尖的共同基金投资者认同的股票(例如小盘股中颖电子，这么小的股票，这两年机构调研就有几百次，关注度很高)。  
  
  
3、关注那些有发展空间，有独特的商业模式，竞争优势突出的企业，关注那些开发出新产品(像三聚的悬浮床)或推出新服务公司，聘用新的管理人员，或者是行业环境发生重大新变化的公司(像新能源的赣锋锂业)。  
  
  
4、关注高标准的股权激励，管理层或员工从二级市场购买股票的公司。(这点很重要，上过班的都知道，有股权跟没股权干劲是不一样的。你看现在很多央企，没有股权激励，公司没有一点朝气，都在混日子。就像一个苏联工人说的：他们假装发工资，我们假装在干活)。  
  
  
5、关注股价新高股票(找到背后的原因)。根据公司季度报告，重点关注业绩加速增长的股票(这点很重要，是找到牛股的一个重要标准)。  
  
  
6、关注企业家精神，胸怀情怀，诚信度，公司治理结构要完善(火车快不快，全靠车头带，领导人也很重要)。  
  
  
7、关注主营业务突出公司,回避多元化的公司(历史证明多元化的公司没好下场，像以前的恒顺醋业，大亚圣象搞房地产，给股东造成巨大损失。现在剥离房地产，公司业务有很大起色)。  
  
  
三，股票池  
  
  
把符合业绩要求的做个股票池。采用排除法，精选容易理解的，有发展空间的，能够在任何市场环境下生存的主流行业。(表格内的公司仅是候选公司模版，拿出来是参考格式，不代表作者意见)



四，检查清单  
  
  
在做投资和决策的道路上。很多聪明人会经常犯错。是因为我们并没有做让我们减少犯错误检查清单，举个例子：不管飞行员多么富有经验，你有看到飞行员开飞机前不拿张清单逐项检查的吗？(最近做成长股容易踩雷，我自己也踩很多雷，而且很多股票是伪成长股，需要提高选股标准，我做了一份检查清单)。



此表格看似简单，但每道题背后都要我们做大量工作，仔细研究、跟踪公司。比如护城河就要考虑竞争对手，价格战等很多方面。比如能力圈(一些看不懂但有前途的公司，自己要学习拓展能力圈)，功夫在表外。检查清单可以帮我们减少失误，方便排雷。  
  
  
检查清单并不是万能的，要灵活运用。如果里面有几项特别突出得A的，比如有品牌能提价一项就选出曾经的贵州茅台，五粮液，云南白药，涪陵榨菜。比如公司高标准股权激励一项就能选出当初的三聚环保，信维通信，东方雨虹等牛股。比如买龙头一项就选出曾经的伊利股份，海螺水泥等等。  
  
  
比如根据股市大跌上新闻头条，各个基金亏损严重，成交量很小就可以辅助判断是比较好买点(具体还要看个股估值及历史市盈率，PEG等标准)。  
  
  
备注：(检查清单后面的数字代表选项的得分，等大家认同评分后，我可以分享包含公式的文档给大家，直接输选项，会自动跳答案，可私信我)。  
  
  
  
五，卖点  
  
  
至于何时卖出。常言说，会买的是徒弟，会卖的是师傅。既然有买的标准，何时卖就比较简单了。  
  
1、选的股票业绩增长不符合预期（低于30%）。  
  
  
2、业绩变脸或负增长时第一时间清仓  
  
本人今年在网宿科技上面吃过(护城河)亏，花钱买的教训，才特意做的检查清单。如果按上面的检查清单仔细筛选，负增长的概率比较小。  
  
  
3、业绩增长和股价涨幅不匹配的时候。  
  
例如：你投资的公司当年业绩增长了30%，而市场情绪高涨时，当年股价上涨了70%或者100%以上(参考公司历年平均市盈率)。这时你就要考虑退出。因为情绪可以支撑一阵子，业绩才可以支撑一辈子。只要涨的是情绪，不是业绩，早晚会回去的。股票市场短期投票机，长期是称重机的历史规律是不会变的。  
  
  
  
六，投资前准备工作，注意事项  
  
  
1、跟踪一家公司至少半年到一年时间(时刻关注公司新闻，互动平台，公司产品等等)才会考虑投资。上市的老牌公司，信誉度高的可以少一点时间(比如格力电器，美的集团等等)。  
  
  
一位股市老司机([@robertochen](http://xueqiu.com/n/robertochen" \t "https://xueqiu.com/6879695450/_blank) )给我们的忠告：只要是重仓买入未长期关注研究的个股，就算你短期内赚了很多钱，未来都存在很大的隐患(因为你赚的是运气，不是能力)。你都不是一名优秀的投资者！  
  
  
2、对自己跟踪的公司，能写一篇说服力很强(能说服自己)、有自己独特观点的研报吗？如果自己没能力写，证明公司已经超出自己的能力圈了，就不要去投资。(以后投资前会写研报)  
  
  
3、重仓买入个股要去公司调研  
  
实地调研很重要(自己做的不够)。人常说：“纸上得来终觉浅，绝知此事要躬行”，“百闻不如一见”是很有道理的。实地调研用来判断公司管理层是否诚实可信，老板是否有抱负，以及老板对公司未来的看法(包括公司业绩的预测)。特别是在开股东会时，你可以近距离观察，听其言，观其行。然后跟踪公司业绩，看公司目标有没有实现，老板是不是在吹牛。如果公司说到没有做到，证明公司诚信度不够，还是要及早放弃。  
  
  
4、不碰新股  
  
因为资本市场利益太大，很多公司为上市会粉饰报表，新股容易出现黑天鹅。学习优秀机构思维很有必要(跟钱走)，很多机构都不会买新股，知道IPO得看三年，也就是新股融资后的业绩，是否赚钱。如果第一轮融资后业绩很好，很多机构才会参与第二轮融资。  
  
  
其实有部分新股质地很好，像凯莱英，蓝海华腾，欧普康视等等，而且很多牛股也是从新股走出来，问题你有没有那个能力分辨出来。  
  
  
个人经验：如果你能长期关注几家优秀企业，并且市场波动给你机会的话，做你熟悉的股票你成功的概率会更大！  
  
  
  
以上就是我个人投资成长股的操作系统(后面可能还会修正)。“投资之道无坦途，成功之路无捷径”。希望每位投资者都能找到自己的盈利之道和属于自己风格的操作系统。借用李大霄同志一句话：做好人，买好股，得好报