

投资至简

从原点出发构建价值投资体系

纯粹的价值投资践行者  静逸投资 新作 一看就懂的价值投资策略

静逸投资◎著

雪球网人气用户

张居营（闲来一坐s话投资）、宋军、诗安、林奇法则

联袂推荐



机械工业出版社
CHINA MACHINE PRESS



VALUE
INVESTING

投资至简

从原点出发构建价值投资体系

静逸投资◎著



机械工业出版社
CHINA MACHINE PRESS

价值投资是一条少有人走的路。它极其简单，简单到可以浓缩为一句话。它又极其复杂，复杂到可能涉及自然界和人类社会所有的知识和规律。价值投资需要化繁为简，又要化简为繁。《投资至简》分为四章：第一章从“投资就是放弃一种资产，获得另一种资产更多的未来现金流的折现值”这一原点出发，以演绎思维推导出资产配置、标的选择、估值方法、买入条件、持有的原因、卖出时机、投资原则、资产观、风险观、企业分析方法等一切投资中的重要答案，并构建一个完善的投资体系。第二章是关于商业洞察，从商业模式、发展空间、竞争壁垒、管理质量与企业文化四个方面，完成对企业的定性分析。第三章是投资实践，提供了我们过去的一些重要投资实践案例，其中一些是重大的投资机会，也有一些是失误的教训。第四章是关于投资的再思考、再认识，包括对人的理解、思维方法，以及从我国传统文化中汲取的营养。

图书在版编目(CIP)数据

投资至简：从原点出发构建价值投资体系/静逸投资著. —北京：机械工业出版社，2019.12（2020.3重印）

ISBN 978-7-111-64313-5

I. ①投… II. ①静… III. ①投资—研究 IV. ①F830.59

中国版本图书馆CIP数据核字（2019）第263678号

机械工业出版社（北京市百万庄大街22号 邮政编码100037）

策划编辑：李浩 责任编辑：李浩 蔡欣欣 廖岩

责任校对：李伟 责任印制：孙炜

北京联兴盛业印刷股份有限公司印刷

2020年3月第1版第4次印刷

145mm×210mm·11.25印张·3插页·299千字

标准书号：ISBN 978-7-111-64313-5

定价：88.00元

电话服务

网络服务

客服电话：010-88361066

机工官网：www.cmpbook.com

010-88379833

机工官博：weibo.com/cmp1952

010-68326294

金书网：www.golden-book.com

封底无防伪标均为盗版

机工教育服务网：www.cmpedu.com

致 谢

《投资至简：从原点出发构建价值投资体系》的出版得益于各方面朋友的大力支持。感谢张居营、宋军、王山、喻乐等一路相互切磋、共同传播价值投资的多位投资同道。感谢家人的理解和支持。感谢一直以来支持静逸投资的各位朋友！

前 言

本书的形成，既有偶然，也有必然。

本书的两位作者，因为偶然读到彼此发表在网络上的投资类文章而结识，才发现我们原来是同一所大学的校友。更重要的是，我们对投资、对世界和人生的认知非常契合。基于相同的价值观和愿景，我们创办了静逸投资。

静逸投资的初心，就是希望成为植根于中国大地的“纯粹的价值投资践行者”。我们要完成两项使命：一是终生知行合一地践行纯粹的价值投资，为信任静逸基金的投资人优化资产配置，实现财富的增值和传承；二是更大范围地传播价值投资的理念和实践经验，帮助更多的人走上“静投资，逸生活”的大道。

我们相信分享的力量是巨大的。为了传播价值投资，我们在微信公众号“静逸投资”、雪球等渠道不定期发布对投资和商业的思考。我们每年举办线下的投资分享会，并邀请多位价值投资同道，毫无保留地分享投资的体系和实践经验，目前已广受好评。本书也是“传播价值投资”使命的一部分，是我们十多年来投资思考的集合，也是我们长期投资实践的阶段性总结。但投资的事业永无止境，我们也将永远在思考和实践中上下求索。

价值投资是一条少有人走的路。它极其简单，简单到可以浓缩为一句话。它又极其复杂，复杂到可能涉及自然界和人类社会所有的知识和规律。价值投资需要化繁为简，又要化简为繁。理解投资、看透市场、洞察商业、克服人性本能都很难。“知是行之始，行是知之

成。”理解价值投资，并非记住大师们讲过的几个原则那么简单，而是需要我们自己深度思考，探究其精微之处，抓住投资的本质和商业的规律，并且在长期实践中经历各种极端复杂情况的考验，从实践中再反复锤炼自己的认知。这其中的心路历程，无法省略。

本书也因此分为四部分：第一章从“投资就是放弃一种资产，获得另一种资产更多的未来现金流的折现值”这一原点出发，以演绎思维推导出资产配置、标的选择、估值方法、买入条件、持有原因、卖出时机、投资原则、资产观、风险观、企业分析方法等一切投资中的重要答案，并构建一个完善的投资体系。第二章是关于商业洞察，从商业模式、发展空间、竞争壁垒、管理质量与企业文化四个方面，完成对企业的定性分析。第三章是投资实践，提供了我们过去的一些重要投资实践案例，其中一些是重大的投资机会，也有一些是失误的教训。第四章是关于投资的再思考、再认识，包括对人的理解、思维方法，以及从我国传统文化中汲取的营养。

走上价值投资的大道，投资便不再是兴奋、焦虑、贪婪和恐惧相互交织的零和博弈。价值投资，是一种对社会趋势的观察，对商业模式的理解，对优秀企业家的欣赏，对复杂人性的洞察，对自我的再认知，对世界的好奇心，对知识的终身求索，对喧嚣的远离，对孤独的感受，以及对偶遇同行者的欣喜。

投资不只是关乎财富，它是普世智慧的一个分支。

偶然的相遇，必然的使命。我们将不忘初心，坚定前行。

静逸投资

2019年9月9日

目 录

| 致 谢 | | III

| 前 言 | | IV

| 第一章 | 构建投资的大厦 |

第一节 投资的第一性原理 002

一、现金流折现是投资的“第一性原理” 002

二、现金流折现是评估企业内在价值的唯一标准 016

三、真实地计算一次现金流折现公式带来的启发 023

四、股价和估值水平究竟是如何决定的 033

第二节 股票市场的规律 042

一、进入股市的首要问题：股权思维还是现金思维 042

二、股票市场的三条公理及其推论 047

三、股价长期会回归内在价值，“长期”是多长 059

四、股价只反映可见未来的预期并做动态调整 063

五、两位市场先生：“买买买先生”和“卖卖卖先生” 065

六、树立正确的风险观，建立完备的“容错机制” 067

七、对“回撤”的思考：五类情形及应对方法 074

第三节 构建价值投资体系 079

一、两种安全边际：价格与质量的天平 079

二、机会成本：如何掌握安全边际的度 084

- 三、卖出没那么重要：四个卖出标准 087
- 四、买入和持有的“悖论” 092
- 五、“确定性”与“弹性”决定投资组合的集中度 095
- 六、不懂不做，什么是“懂”：正确理解“能力圈” 098
- 七、费雪体系和格雷厄姆体系的不同 101
- 八、一句话概括投资体系 104

| 第二章 | 洞察商业的秘密 |

第一节 优秀企业的四个标准：好、大、高、正 110

- 一、商业的核心 110
- 二、好的商业模式 111
- 三、大的发展空间 112
- 四、高的竞争壁垒 112
- 五、正的企业文化 113
- 六、定性分析比定量分析更重要 113

第二节 商业模式七要素分析模型 115

- 一、目标客户 116
- 二、价值主张 120
- 三、产品和服务 124
- 四、价值链 129
- 五、盈利模式 136
- 六、生意特性 140
- 七、自由现金流 151

商业模式分析案例 157

第三节 企业成长空间分析 162

- 一、“好成长”与“坏成长” 162

- 二、商业模式决定企业的市场规模 164
- 三、企业的发展阶段决定着成长空间 168
- 四、企业的成长动力分解 169
- 五、洞察经济社会发展趋势 173
- 六、缓慢增长行业也可能有很好的投资机会 178
- 第四节 企业的护城河分析 179
 - 一、市场经济动力学 179
 - 二、分析护城河的三个工具 180
 - 三、关于护城河的注意事项 187
 - 四、识别非护城河因素 191
 - 五、慎言颠覆 193
- 第五节 管理质量与企业文化 194
 - 一、治理结构 194
 - 二、企业家 201
 - 三、企业文化 208
- 第六节 企业经营失败的原因分析 214
 - 一、企业未能适应外部环境的重大变化 215
 - 二、企业的重大战略、经营决策、内部治理出现问题 217
 - 三、企业的价值观偏离了正道 221
- 第七节 投资中如何搜集和处理信息 222
- 第八节 企业分析综合案例 227
 - Costco 开市客：我其实不是超市，我是你无法拒绝的管家 227

| 第三章 | 投资实战分析 |

- 第一节 投资的检查清单思维 242
 - 一、入市之前的自我检查清单 242

- 二、公司研究阶段的检查清单 243
- 三、买入阶段的检查清单 246
- 四、持有阶段的检查清单 248
- 第二节 牧原股份：应用检查清单抓住公司研究的关键问题 249
 - 一、搜寻事实：公司过去是否优秀 250
 - 二、解释过往：公司过去为何优秀 253
 - 三、理解当下：公司当前的优劣势 262
 - 四、预测未来：未来五到十年的情况 264
- 第三节 呷哺呷哺：从分析、买入到持有的投资案例 267
 - 一、发现与分析：买什么 267
 - 二、择时与建仓：怎么买 275
 - 三、动态检视企业：如何持 277
- 第四节 伊利股份：“三聚氰胺事件”后的困境反转 280
 - 一、“三聚氰胺事件”始末 280
 - 二、为什么此时投资伊利 280
 - 三、为什么投资伊利，而非其他乳企 283
 - 四、行业发展的后续跟踪 283
 - 五、长期持有一家公司的股票是怎样一种体验 286
- 第五节 2014年的五粮液：四重悲观叠加下的大机会 288
 - 一、投资五粮液的背景 288
 - 二、为什么此时投资五粮液 291
 - 三、为什么投资五粮液，而不是茅台或者其他白酒 295
 - 四、投资后的跟踪 297
 - 五、投资五粮液的几点启发 299
- 第六节 我们是如何错过颐海国际的 301
 - 一、定性分析 301

二、事后的复盘 305

第七节 如何避免踩雷长生生物 307

一、长生生物看起来是一家好公司 307

二、如何避免踩雷 309

| 第四章 | 超越投资的思考 |

第一节 对人的理解：人的感觉、需求和基因的诅咒 312

一、人类的六感 312

二、人类的需求 314

三、动物性、人性和神性 318

四、基因的诅咒 320

第二节 知其害而用其利：归纳法与演绎法的运用 321

一、归纳法和演绎法的运用 322

二、归纳法和演绎法的局限和危害 323

第三节 我们应该怎样对待投资中的错误 326

第四节 大道甚夷，而人好径：《道德经》中的投资智慧 330

第五节 跨越2 500年的异曲同工：《孙子兵法》与价值投资 337

第六节 价值投资是普世智慧的一个分支 342

一、人生完美的商业模式 342

二、普世智慧的一个分支 347

第一章

构建投资的大厦



第一节 投资的第一性原理

一、 现金流折现是投资的“第一性原理”

大道至简，世界上最伟大的理论往往非常简洁。亚里士多德说：“在任何一个系统中，存在第一性原理，一个最基本的命题或假设，不能被省略，也不能被违反。”有没有一句话可以总结出投资的本质和全部精髓。甚至以这句话为原点出发，就可以推导出整个投资体系呢？我们认为存在的，这句话就是：

“投资就是放弃一种资产，获得另一种资产更多的未来现金流的折现值。”

这就是投资的“第一性原理”，投资的“原点”，包含了投资的所有要义和精髓。其他的关于投资的一切道理不过是这句话的推论和实践。资产配置、标的选择、估值方法、买入标准、持有的原因、卖出时机、投资原则、资产观、风险观、企业分析方法、投资的正确态度等一切投资中的重要问题，都可以而且应该从投资的第一性原理推导出来。

也有人认为，投资的“第一性原理”应该是“股票是企业的一部分，买股票就是买企业”。这样说当然也是正确的，但更多停留在理念层面。买股票就是买企业，那么到底是在买企业的什么东西呢？是买企业的资产和负债吗？是买企业的品牌和技术吗？是买企业运营资本的能力吗？都对，但都不完全。买企业，买的是企业的未来自由现金流。现金流折现理论是“股票是企业的一部分”这一理念的定量化的表达方式。二者表达的意思是完全等价的，但数学化的表达形式将带给我们更多新的启发。

现金流折现理论是约翰·威廉姆斯在1938年《投资价值理论》一书中首先提出的。现金流折现理论的含义为：“任何股票、债券或企业今天的价值，都取决于其未来剩余年限预期的净现金流（现金流入减去现金流出），以一个适当的折现率加以折现后所得的现值。”用公式来表示就是：

$$\sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+r)^t} = \frac{CF_1}{(1+r)^1} + \frac{CF_2}{(1+r)^2} + \cdots + \frac{CF_n}{(1+r)^n}$$

其中， n 表示资产（企业）的寿命； CF_t 表示资产在 t 时刻产生的现金流； r 反映预期现金流的折现率。

抛开数学公式化的表述，其实现金流折现理论非常容易理解。我们做任何投资，不就是放弃现在手上的钱，获得所购买的资产的未来所有的现金流吗？我们去银行存了 1 万元一年期定期存款，就是放弃了这 1 万元的使用权，为了一年后可以获得 10 300 元的现金流（假定利率为 3%）。花 1 万元买入一只五年期国债，就是放弃了这 1 万元在这五年的使用权，获得了未来五年每年发放的利息以及第五年返还的本金。

现金流为什么需要折现呢？道理很简单。我们不会愿意用当前手上的 100 元，交换明年同样的 100 元，更不用说交换 10 年后的 100 元。货币是有时间价值的。今天的 100 元比明天、明年的 100 元更有价值。为什么货币有时间价值呢？一是人的寿命有限。二是在现代信用货币制度下，任何国家都有超额发行纸币收取铸币税的天然冲动。通货膨胀是一个必然现象，货币购买力将随时间自然贬值。三是人有“不耐性”，就算人的寿命趋于无限，100 元的价值明年不变，人们在当下消费这 100 元的效用也要高于明年再消费的效用。下单当天就能收到的商品比五天后才收到的商品效用更高。最后，货币的时间价值还来源于世界的不确定性。放弃当前的 100 元，明年能不能得到 100 元有不确定性。万一银行倒闭了呢？万一债券不兑付了呢？所以，未来的现金流需要用一个折现率折成现在的价值，才可以与当前放弃的价值进行比较。

现金流折现就是一项资产的“内在价值”。我们做一切投资决策，都应该首先基于内在价值，而不是“历史成本价值”“账面价值”“市场公允价值”“清算价值”。只有内在价值才是我们得到的，其他的可能是我们曾经付出的，现在要付出的，或者别人付出的，更多的

只有参考价值。

1. 现金流折现是评估一切资产价值的统一标准

现金流折现是评估一切资产价值的统一标准。所有资产类别，无论是现金、银行存款、债券、股票、未上市企业、保险、比特币、黄金、白银、农场、房地产、商铺、字画、古董、艺术品、苹果树还是老母鸡，都可以用其未来现金流折现来评估其价值。

如果买一棵苹果树，它的价值取决于从现在一直到苹果树枯死期间，一共摘下的所有苹果的价值，加上最后卖掉枯萎苹果树的清算价值，减去这期间所有的成本，将这些在不同时间的净现金流用合适的折现率折现得到的净值。如果买了一套房子拿来出租，它的价值就取决于未来每年能收到多少租金，每年付出多少维护成本，以及最后结束出租拿到市场上去卖掉房子得到多少钱，然后把这些现金流折现。如果投资收藏一幅齐白石的画，那么它的现金流只有一次，它的价值就是下次卖出这幅画时，对方会出多少钱，然后折现。

如果买入一只十年期的债券，它的价值取决于未来十年每年的息票和最终退还的本金，然后加以折现。假如买入一家未上市企业100%的股权，就要计算其在未来生命周期能带来多少净现金流，然后折现。买入企业和买入债券是完全同样的道理。**企业是特殊的债券，债券是特殊的企业。**只不过债券和企业的未来现金流形式有很大不同，债券的息票是提前定好的，到期日也是定好的。而企业的未来的息票和到期日则是没有提前确定的，未来还可能遇到很多变数。

买入一家公司部分股权，比如50%的股权，计算其内在价值，只需用这家公司未来现金流折现值乘以50%。买入的股权只有万分之一呢？很简单，用这家公司的未来现金流折现值乘以万分之一就行了。股票所代表的股权，就是企业所有股权的一部分。评估股票的价值，也就是企业的一部分的价值，只需要用企业所有的未来现金流折现值乘以所持有股票对应的股权份额比例。

巴菲特在1989年致股东的信中写道：“真正重要的还是内在价值，这个数字代表我们公司旗下所有事业的综合价值。通过准确的预

测，这个数字是将企业未来的净现金流量以现行的利率进行折现而得出。不管是马鞭制造商还是移动通信从业者，都应在这个相同的计算基础上对其经济价值进行评估。”

所以，任何资产的“内在价值”，都是其未来现金流的折现值。每种资产类别的特征都大不相同，资产获得现金流的持续性、确定性、稳定性和增长性都不相同。但是，现金流最终代表的金钱都是一样的。有了这种思维，就可以把母鸡和黄金的价值在一起比较，也可以把股票和债券的价值拿来比较，也可以拿茅台的股票和中石油的股票进行比较。

“投资就是放弃一种资产，获得另一种资产更多的未来现金流的折现值”这句话的前半句——“投资就是放弃一种资产”，我们放弃的资产可以是现金，也可能是别的资产。只不过对大多数个人投资者来说，投资时一般是放弃现金，买入某种资产。现金是一种可以视为在交易时刻的市场现值与内在价值相等的资产。无论我们用现金买入股票，用母鸡换一棵苹果树，还是用自己公司的股权交换另外一家公司的股权，都应该同时评估自己手中资产的内在价值、市场现值，以及所交易资产的内在价值和市场现值，然后对四者进行比较。

我们应知道，做一笔投资，我们放弃的到底是什么，得到的又是什么。只有得到的大于付出的，这笔投资才有意义。而“付出的是什么”和“得到的是什么”，有时候并非一目了然。菲利普·费雪说：“股市充斥着一群人，他们晓得所有东西的价格，却不晓得任何东西的价值。”巴菲特说：“价格是你付出的，价值是你得到的。”当我们付出的价格低于得到的价值（未来现金流折现值）的时候，投资才是理性的。同时，我们用什么方式来支付这个价格，也是有巨大区别的。用资产还是现金来支付，拉长时间会有很大不同。

假设 A 公司的内在价值是 100 亿元，市值是 200 亿元。B 公司的内在价值是 50 亿元，市值是 25 亿元。虽然 B 公司的内在价值的绝对值小于 A 公司，但我们应考虑的是相对量。此时用现金资产交换 B 公司股权资产是划算的，用一部分相同市场现值的 A 公司股权来交换一部分 B 公司股权资产则更加划算。如果 A 公司的内在价值是 100 亿

元，市值是 50 亿元，则 A 公司可以用账上的现金回购自己的股票。A 公司付出的是现金（归全部股东所有），得到的是所回购股份的未来现金流折现（内在价值），只有公司股价低于内在价值时，回购对现有股东才有意义，相当于股东放弃现金，从市场上买入了价值更大的资产（本公司的股票）。

注意，以上的比较只是静态的市场现值和内在价值的比较，现实中内在价值是动态变化的，我们需要有更长远的眼光。用 A 公司的股权交换 B 公司的股权，拉长时间，A 公司和 B 公司的市场现值都会回归内在价值，同时 A 公司和 B 公司的内在价值又会随时间推移发生变化，所以交易时刻对两家公司长期内在价值的判断是非常关键的。

例如，Dexter 鞋业是被巴菲特称为“值得写进吉尼斯世界纪录的金融灾难”。1993 年，巴菲特收购 Dexter 鞋业时，公司看起来不错，价格也便宜。但很快，由于竞争激烈，Dexter 鞋业竞争优势完全蒸发，内在价值很快归零。巴菲特为这笔收购支付了 4.33 亿美元，但支付的是等值的伯克希尔公司股票，而不是现金。这部分股票到 2014 年价值 57 亿美元。Dexter 鞋业的价值早已归零，但巴菲特支付的代价的机会成本随着伯克希尔内在价值的增长还在不断增加。这就是巴菲特对这笔投资极其后悔的原因，而且伯克希尔股价越上涨，他就越后悔。

2. 从未来现金流特征比较三种大类资产

虽然一切资产的价值都可以用现金流折现这个尺度来衡量，但是不同的资产类别具体的现金流特征——如持续性、确定性、稳定性、增长性，是大不相同的。依据资产未来现金流特征的不同，可以将所有资产分为三种类型：现金类资产、交易类资产和股权类资产。

第一类是以货币计价的“现金类资产”，如现金、银行存款、货币基金、债券、短期债券等。现金可以看作未来收益为零，只有期末一次性现金流的高度确定性的资产。因为 100 元放在枕头下 20 年后拿出来还是 100 元。现金类资产面临的最大敌人是通胀。现金的内在价值会随着持有期加长而缩小。即便是温和的通胀，经过长期的复利效应，现金类资产也面临大幅的缩水。例如，1 美元的购买力在过去