

目录

【试听】你为什么需要快速搞懂一家公司.....	3
1.研究公司需要的宏观视野.....	8
把握长期明确趋势.....	8
理解公司对宏观经济的敏感度.....	10
本讲小结.....	12
2.判断行业发展空间.....	13
一个核心问题定义行业.....	14
供给驱动看产能，需求驱动看天花板.....	15
构建分析框架，找到关键要素.....	17
本讲小结.....	18
3.判断行业所处阶段.....	20
两个规律：创新扩散和技术成熟度.....	20
“M”形曲线的运用.....	25
本讲小结.....	28
4.搞懂行业竞争格局.....	29
结合行业规模与阶段看竞争格局.....	29
预见终局和没有终局.....	30
理解产业链博弈.....	32
本讲小结.....	33
5.认清公司的商业模式.....	35
找到驱动公司增长的关键指标.....	35
同质化竞争下的商业模式观察.....	37
本讲小结.....	39
6.找到公司的护城河.....	40
巴菲特的经典四要素.....	40
利润率是第五个壁垒.....	42
用财务数据支撑你的判断.....	44
本讲小结.....	45

【试听】你为什么需要快速搞懂一家公司

你好，欢迎来到得到课程《怎样快速搞懂一家公司》，我是白洋。

我做了 9 年行业研究工作，现在是华兴资本旗下华菁证券研究所的首席分析师。前 6 年我主要研究已经上市的互联网公司，最近 3 年主要研究没上市的新经济行业“独角兽”。虽然两个市场投资逻辑的侧重点不完全一样，但研究的底层逻辑——对公司价值的分析——是一致的。

一般而言，作为资深研究员，凭借多年的经验，很多东西信手拈来就能唬唬人。但对于我所研究的互联网行业来说，要面对的全是层出不穷的新行业、新模式，即使是传统的行业，熟悉的公司，也总有新变化、新发展，完全没办法倚老卖老。

可以说，我研究过上千家公司，但从来没有觉得研究已经做完了。而是随时随地都要保持旺盛的求知欲，因为每家公司都千差万别，都需要你以从零开始的心态去研究。

所以，怎样快速搞懂一家公司，是我一直以来的诉求，也是我不断摸索、实践、完善的一个框架。对这个问题，我还是比较有发言权的。

先定义下，什么叫“搞懂”一家公司？

你了解一家公司，在这个时代相对来说是比较容易的，你能获取大量的信息。特别是如果你关注的公司，也是很多人都在关注的，你就能够得到很多的资料、评论、分析。

没错，这是我们说的“了解”一家公司，但我们这门课说的是“搞懂”，了解只是搞懂的基础。达到了解这个目标很简单，只需要你有基础的学习和记忆能力就好了。但如果你对此还不满足，希望在了解的程度上更进一步，那么就可以跟着我们这门课继续学习下去。

这门课的目标，就是让你掌握的不只是“大路货”，它要帮助你建立一套系统的认知框架，在它的基础上逐步培养独立的观点。

当你熟练掌握了这套框架后，甚至可以条件反射地去使用它。你看一家公司时，不会陷入某个孤立的点，也会对市面上的各种分析言论有冷静的判断力。

举个例子：

如果你的一个朋友，说一家公司未来的利润规模会达到一个很乐观的数量级，很多人的反应可能是“哎呀，好牛”，而一个训练有素的分析师，会快速地反馈说这不可能。他的理由就是行业多大、企业个体能占多少、有没有定价权、没有的话常规利润率水平怎么样。

拥有一套系统的认知框架，对你分析问题是很有帮助的。但即便你做到了这一点，你也会发现，研究一家公司的过程就像盲人摸象。

大家都有各自的视角，而没有一个明确的结论，尤其是对于充满变化的行业，这个时候你可能会对“搞懂一家公司”这个命题产生根本质疑，因为会感觉永远都搞不懂它。

其实这是你在搞懂一家公司的过程中，到达一个更高境界的标志，你不需要因为这个感到困扰。

我们说的搞懂一家公司，还包括你知道了，以眼前掌握的信息，有哪些东西是你所不能判断的。或者是即使你做了哪些判断，也知道这个判断是基于什么样的假设。就像你没办法去定格一座正在喷发的火山一样，事情在发展，你不需要马上给出结论。

所以，搞懂一家公司，还意味着你知道，你目前不能知道的是什么。这样，你能保持开放的心态，对这个公司的理解，也会越来越饱满。

“快速”是这门课的另一个关键词，之所以要加上这个定语，是因为在这个瞬息万变的时代，已经不大允许你用最细致的方法，慢条斯理地去十年磨一剑了。

这个时代你不可能每件事情都能提前想到。现实一点的方式是，当你遇到一些新事物、新变化时，快速地搞懂它，然后选择是拥抱它还是远离它。

比如拼多多：

这种新颖的模式刚出来时，你可能会说，我一时半会儿看不懂这个模式，再等等看，结果人家销售额屡创新高。

你觉得有必要加快了解了，但还没等你想清楚，腾讯比你更早地想清楚了，于是腾讯投资了它。

这时候你不仅要去想清楚拼多多，还要去搞懂腾讯为什么投资它、能给它带来什么？

正当你的思路越来越复杂时，人家已经上市了。

正所谓蓦然回首，已经错过一个时代。如果没有快速作为前提，你的搞懂，价值会大打折扣。

当然，我相信在你学了这门课、树立了一套成体系的框架后，效率提升是很自然的事。而在这个之外，在效率和深度的取舍上，我也希望你借鉴互联网公司小步快跑的思路，找到一个适合你的位置。

比如说，咱们的课程结束后，我希望你能让自己对公司的理解，上升到市场前 20%的水平，同时根据自身需要，有的放矢地调整投入力度。

公司研究是非常有意思和有价值的一件事。在研究的过程中，你一定会发现一些别人不知道的事情，它能帮助你比市场更早地获得信息，关注到一些别人没注意到的趋势，甚至做出一些关键判断。

有句话说得好，“选择比努力更重要”，那些被忽略掉的信息很可能直接影响你的成败。

不管你是想赚大钱的投资者、找工作的年轻人、跃跃欲试的创业者，还是运筹帷幄的管理者，分析一家公司的本领，对你都很有必要。

公司研究也可以成为你认识世界的一扇门，它结合了宏观、中观和微观，既能够帮你理性地判断大趋势，也能培养你以小见大的能力。在这个过程中，你看人、看事的眼光都会变得更准。

接下来我们会进入正式的课程，我将遵循自上而下的框架来设计这节课的结构。

- 第一讲，我会来说说研究公司需要的宏观视野；
- 第二讲到第四讲，我们花三节的时间来学习如何看待公司所在行业的空间、阶段和竞争格局；
- 第五讲和第六讲，我们具体到公司，探讨商业模式与护城河；
- 第七讲，我会谈一个公司的管理和人；
- 第八讲，也就是最后一讲，我会做一个锦囊大礼包，把我能想到的方法论、技巧、心得和原则如数奉上。

1.研究公司需要的宏观视野

第一讲我们先来说看一家公司应该有的宏观视野，这个部分做起来相对比较轻松，但也非常必要。

你可能会问，我只是想单纯地看一家公司而已，为什么要了解宏观环境呢？或者说，在很多场合下，我并没有了解宏观情况，依然能看懂一家公司。

我的答案是，看清宏观大背景能为你搞懂公司做出铺垫，同时看清这个公司和宏观的密切程度是怎样的，也决定了需要多大程度关注宏观变化。

首先我们先明确一下，这里说的宏观环境是什么，它其实有两个层面：

- 一个是大的时代背景，你可以把它理解成趋势；
- 另一个是宏观经济环境，你可以把它理解成周期。

把握长期明确趋势

先说大的时代背景。知道大的时代背景，能帮助你更好地理解公司的地位和价值。

比方说，同样是重要的行业巨头，20世纪初的石油和汽车巨头推动了整个社会的前进，现在的石油和汽车公司只是现有庞大经济机器运转中的一部分。

我们常说的“风口”，其实很大程度上就是大的时代背景。任何行业本质上都是时代的产物，不可避免地要跟时代的大趋势发生关系。

再举个例子。

我以前做二级市场互联网行业的研究，曾经花了很大精力研究过两个行业，一个是移动互联网，一个是有线网络行业。

- 移动互联网，在它普及的过程中，相关的产业链一股脑儿都在风口的位置。不管是生产智能机的，还是生产手机里的一根天线、一块屏的，或者开发移动应用的，很多优秀的公司都抓住了行业爆发的机遇。那个时候我们推荐相关公司的股票，帮助客户挣了很多很多钱。
- 但反过来，对于有线网络行业，它的单位用户收入怎么算、增值服务怎么算、摊销折旧怎么算……我都非常熟悉，但现实的大趋势是人们越来越少地通过有线网络看电视。市场也很现实，现在没任何人记得我当时的分析是如何深刻，因为长期没有人在这些公司身上赚过钱。

你可能会想，宏观是这么多复杂因素的组合，相互之间又有各种影响，我连一个小公司都还没搞懂，怎么一上来就去把握大宏观？

其实，大部分事情如果你把它放大了看，都有很多曲曲折折的细节，但拉长到一定维度看，就变成了一个相对确定性的趋势。就比如移动互联网的普及，过程中也遇到了种种问题，但它普及的大趋势却是一直在向前推进的。

这里面有两个小窍门：

第一，是能找到领先指标，判断这件事未来必然会发生。比如说老龄化，中国现在还没有老龄化，但人口的年龄结构摆在那，这是将来必然会发生的一件事。年龄结构就是一个明显的领先指标。

第二，是从常识的角度出发，大道至简。比如说人们都希望自己生活质量更高，比如资源会自发向回报高的方向流动，比如科技会不断提升效率，顺应这些方向上的事情，在一个长期维度上就会是大趋势。

刚才我们提到移动互联网的爆发，里面成长出像小米这样的优秀公司。那未来智能机相对饱和了，小米还在什么大趋势上吗？

是的。我估计你已经想到了，小米现在不只是手机，从充电宝到电视机，从路由器到手环，从扫地机器人到平衡车，它要做的是一系列物美价廉的消费品，那它是不是又靠在消费升级这个更大的趋势上了？

我会建议你关注长期明显的大趋势，积累对这种大趋势的认识，而不是去关注太碎太小的东西。这些大趋势，有点像前面说到的“大路货”，但我也提醒你不要轻视这种“大路货”。忽略常识，对真正的趋势视而不见，也是人们容易犯的一种错误。

理解公司对宏观经济的敏感度

刚才讲了大的时代趋势，接下来我要跟你讲的是关注宏观的第二个要点，就是理解公司对于宏观经济的敏感度。

像房地产、汽车、资源品类的企业，它们都属于周期性行业，对宏观经济特别敏感，会随着宏观经济周期的波动而波动，研究这类公司，宏观经济就显得非常重要。

而有的公司所在的行业就对宏观经济比较不敏感，我举几个例子你就能明白：

- 比如我们的 生活必需品， 就像大米， 不管经济好坏， 人们风雨无阻地都要吃饭， 既不大可能因为经济好点就多吃两碗， 也不大会因为经济差点就少吃两碗。
- 再比如“非主流产品”， 所谓非主流， 是指它们在宏观经济中没地位， 所以反而不受影响， 例如早期的互联网， 完全无视宏观经济的波动而野蛮生长， 因为那时候互联网在实体经济的大盘子里实在是太小了。
- 还有一类特殊情况， 它本身是非必需品， 却体现出逆周期的特性。 在经济学里有一个名词叫“口红效应”， 说的就是因经济萧条而导致口红热卖的现象。 那是因为口红是一种比较廉价的奢侈品， 在经济不景气的情况下， 人们会去购买比较廉价的奢侈品， 来满足自己的消费欲望。

判断什么样的公司对宏观敏感也很简单：

- 如果这家公司提供的是原材料或者是工业品， 并且产品价格历史上存在周期性的大幅波动， 那么我们认为它是对宏观敏感的。
- 如果公司提供的产品是消费品， 那你就看它是必需品还是非必需品。 前面已经说了像大米那样的必需品是对宏观不敏感的， 所以非必需品， 就是对宏观相对敏感的。

理解了公司对宏观经济的敏感性， 那么你就明白了在搞懂一家公司的过程中， 宏观分析所值得投入的精力。

对宏观敏感型的公司， 分析它的基本面， 就要分析宏观经济， 像房地产、 汽车、 资源品。

对于宏观不敏感的公司， 你也可以“无视”宏观扰动而直接去了解行业和公司特性。

对于中间部分的， 跟宏观有联系却又没有那么密切， 它们受宏观的影响往往是不对称的。 如果宏观好， 它们未必好， 因为能不能从竞争者中脱颖而出

出，还要看你后续的分析，但如果宏观差，它们多数都会受到波及，所以对于它们的宏观分析，要着重考察大环境的波动可能造成的风险因素。

整体上，宏观很重要，但并不是让你成为宏观经济学家，毕竟整个宏观经济的分析是一个特别复杂的工程。“不忘初心”还是很有必要的，对于大部分公司，你只需要了解一些颗粒度很粗的宏观背景即可。

本讲小结

这一讲我们说了研究一家公司需要具备的宏观视野，整体思路是要有大局观。

两个关键点：

第一，看明确的时代大趋势，大趋势没那么复杂，它要么有领先指标，要么符合常识；

第二，根据公司产品的特性，评估公司对宏观经济的敏感度。

2.判断行业发展空间

上一讲我们说了会影响到一家公司的宏观因素有哪些，该怎么去分析，这一讲我们就进入行业层面了。

关于行业的划分，我列了证监会的一个分类标准供你参考：

- (1) 初级产成品，包括农林牧渔、有色金属、煤炭等资源品，钢铁、化工等初级工业品等；
- (2) 工业生产产品及过程，包括建筑材料、机械设备、电气新能源、电子、轻工、建筑行业、交通运输、军工等；
- (3) 消费品及流通渠道，包括汽车、家用电器、消费电子、食品饮料、纺织服装、商贸零售等；
- (4) 服务属性，包括餐饮、旅游、文化传媒、互联网、计算机软件、通信、教育、公用事业等；
- (5) 金融行业，包括银行、券商、保险和其他金融机构；
- (6) 生物医药，包括医药、医疗器械、医院等；
- (7) 房地产可单列一类，因为这的确是一个特殊的、且对经济有重大影响的行业。

投资人喜欢用“赛道”这个词来描述一个行业，赛道理论很形象，赛道多宽指的是市场规模，赛道多长指的是行业所处的阶段，赛道是平坦还是崎岖指的是行业的竞争格局。

这一讲，我们专门来讲怎么判断行业规模的大小。

在考虑市场规模这个问题前，你需要先问自己一个更起点的问题，就是：

“这个行业提供的是怎样的产品，解决了什么问题”。

一个核心问题定义行业

“这个行业提供的是怎样的产品，解决了什么问题”，这是我认为最根本的问题，回答它就是回答了市场在哪里，市场是否有痛点。同时，这个问题也是后面我们回答市场规模大小的基础。

我举个例子：

比如咖啡行业，如果你把咖啡行业的从业者定义为“卖咖啡的”，它能获取的市场，是有多少人认可其咖啡的口味并愿意接受这个价格。

但如果是行业大佬星巴克呢？情况就完全不一样了。星巴克所兜售的，其实是以咖啡为载体的社区空间。按星巴克自己的话来说，是打造出一个除了家庭和工作之外的第三空间。

所以当你对星巴克的定义是提供“第三空间”，它能获取多大的市场，就不再单纯的是看多少人要来喝咖啡，而是解决了多少第三空间的需求。你也就不难理解，为什么在西雅图，最高峰的时候，差不多每 500 人就有一个星巴克。

再比如说互联网行业，我们分析一个互联网细分行业的时候，会问自己这么一个问题：

它是改造传统行业？替代传统行业？还是创造了新产品？

对这个问题的回答，某种意义上也是对这个行业的定义。

所谓改造，就是改善原有行业里某个环节的效率，例如节省交易成本，改造产业链、去中介化。

所谓替代，就是把线下的东西往线上搬，比如新闻资讯应用替代了报纸、互联网电影票替代了传统影院售票，等等。

原有的行业在互联网的替代作用下，会损失一大部分份额甚至被淘汰掉。替代关系我们喜欢用渗透率来衡量，比如现在 80%看电影的人是通过网络购票的。

最后一种情况是创造了新的服务或产品，或者发现新的商业模式。

比如滴滴刚开始的服务，通过 APP 叫出租车，我们可以理解这是对于传统路边叫车、电话叫车的一种替代，但滴滴后来推出的专车服务，该把它定义成对传统租车公司的改造还是替代呢？其实都不是，因为在此之前传统的租车都还称不上是一个行业，专车属于没有被满足的需求，所以把专车定义为一种全新的服务更确切，也能帮助我们更好地预估它的发展空间。

供给驱动看产能，需求驱动看天花板

在考察行业空间之前，最好再明确一点，那就是这个行业是供给驱动，还是需求驱动的。

供给还是需求驱动的概念来源于经济学，你可以把它理解成，产业发展的主要动力是来自供给一方，也就是公司，还是需求一方，也就是消费者。

经济学对经济增长的动力有过一番争论，古典经济学派强调供给，认为是供给要素带动了经济的增长。而凯恩斯经济学派，则提出有供给不一定有需求。

其实从历史的视角，我们能够找到比较好的解释：古典经济学出现在工业革命快速发展时期，当时物质匮乏、供给严重不足；而凯恩斯的需求理论出现在大萧条发生之后，当时物质过剩，有效需求不足。那么二者的分歧也就不难理解了。

供给和需求的关系，对我们做行业分析有很大启示，说到底，行业的空间是由需求决定的。但对于大部分新经济行业，供给创造需求的特点就很明显。

比如苹果创造 iPhone 之前，人们并不觉得自己有这样的需求，用手机打电话、发发短信就感觉良好，是苹果定义了智能机，后来智能机才成为人们生活中不可缺少的需求。这是典型的供给驱动的例子。

但比如汽车，行业已经发展到成熟阶段，它的市场取决于有多少人有意愿和支付能力，而不是汽车厂商造了多少量车。

- 供给创造需求的行业，往往体现出特别强的爆发力，一旦挖掘到合适的需求，就看有多少有效供给，行业前景无限；
- 但需求推动的行业，则要踏踏实实的，根据潜在的需求，来测算行业的天花板。

构建分析框架，找到关键要素

定义了行业是做什么的，以及了解了它目前是供给驱动还是需求驱动之后，就可以来判断行业空间了。

行业空间也就是行业规模，最简单的算法就是销量乘以单价。

你如果能把一个行业拆解成销售有多少，单价是多高，然后两者相乘，就是这个行业的规模。这个时候如果你能找到权威机构的数字是最方便的，包括行业监管机构，或者有公信力的行业第三方等等。

不过，不是所有情况下都有一个量和一个价在那儿乖乖地等着我们。有的细分行业往往没有现成的统计数字，特别是当你想判断一下未来几年行业的潜力，历史统计数字的参考价值是有限的。这时候，就需要你来构建一个框架，并找到在这个框架下，判断行业空间的关键要素。

回到我们前面举的互联网行业的例子，讲了改造、替代、创造三种形式，这三种形式其实就暗示了三种不同的分析行业空间的框架，每一种框架下我们要找的关键要素是不同的。

- 第一种改造型，行业的价值体现在对于原有行业效率的改进。理论上这个行业所创造的价值，不会超过原行业的成本，否则就变得越改越没效率了。所以分析这类行业的空间，原行业成本是一个重要因素；
- 第二种替代型，行业的空间取决于原有行业的规模和新业态可能达到的渗透率；
- 第三种创造型，行业的空间则完全不受原有行业限制，而是取决于它自身解决了什么样的新需求。

前面我们提到的，行业到底是供给还是需求推动的，也是一个重要角度。不同的驱动因素，决定了你判断的方式、指标都是完全不同的。

拿近些年火爆的电影市场举例：

- 一开始它是典型的供给创造需求。这里的供给是两个层面，一个是硬件层面的银幕数增加，一个是软件层面的高质量内容增加。二者的叠加造成行业的飞速发展，那时候观察在建影院数、观察大片上线数量，都是测算行业规模的领先指标。
- 而到了今天，虽然仍然会有一些火爆的影片激发市场，但电影市场能成长到多大，归根结底取决于有多少人愿意去看电影、以什么样的频次去电影院。所以你更需要关注的，是观影人群和观影习惯的变化。

但是有些时候，一个行业的盈利模式，本身还在一个探索的过程中，所以我们对“行业规模”的定义，还需要留足想象的空间，我们找到的那个关键要素，可能是一个领先指标。

比如前些年开始，人们在移动互联网各类应用上所花费的时间越来越长。虽然用户的注意力，具体是怎么变现为经济收益的，当时还在一个探索的过程中，但我们依然可以做出移动互联网行业规模会有明显增长的判断。

了解行业的空间，和行业增长的驱动要素，是接下来吃透一家公司的基础。因为不同的行业空间，决定了公司未来能达到的高度。

本讲小结

这一讲我们说了判断行业空间的方法，首先要弄明白两个问题：

- 第一，这个行业的商业模式，可以通过回答“提供了什么产品，解决了什么问题”来找到答案。
- 第二，它目前是供给驱动还是需求驱动，通常新兴行业供给驱动的情况多一些，而成熟行业更多由需求驱动。

对这两个问题有了答案之后，我们就可以构建起一个分析行业空间的基本框架，并且找到这个框架里的重要指标。

3.判断行业所处阶段

上一讲，我们解决了行业的空间，这一讲我们来说行业所处的阶段。也就是回答：

你关注的这个行业，在自己发展的路上已经走了多久？

一般分析行业所处的阶段，产业生命周期理论算是比较经典的方法了，不过我这里有一套更先进、更完整的理论，是结合了传播学和硅谷两个经典的理论，一个是“创新的扩散过程”，另一个是“技术成熟度曲线”，非常好用。

两个规律：创新扩散和技术成熟度

首先来说创新的扩散过程。

很早的时候，新闻学在研究大众传播时，就发现一个规律，就是任何一个新事物，从不为人知，变成广为人知，它的扩散的速度不是均匀的。一开始比较慢，当接受它的人群规模到了某个临界点，扩散的速度会突然加快，等到了某个水平，又会慢下来。

其实也不难理解，因为人群通常是正态分布，敢于吃螃蟹的都是少数，处在中间部分的大众群体是最多的，新事物只有触达中间这部分人群，才算真正迎来起飞点，根据正态分布的特点，这个临界点一般会在 10%~25% 这个范围。也就是说，一个新事物，当被全市场 10%~25% 的人接受时，扩散速度会突然加快。

这个规律同样可以用在产业上，也就是我们可以根据一种产品的市场渗透率，来判断这个行业处在什么发展阶段，判断它未来是会扩张得更快，还是已经过了最快的那个阶段了。

如果我们画一个坐标图，横坐标是行业发展阶段，依次是引入期、增长期、成熟期、衰退期，纵坐标就是渗透率。我们就能画出一条倒“U”形的曲线，这条曲线我们把它叫做创新扩散曲线。在图中，你也可以看到刚才我说的起飞点在哪个位置。



回顾下来，我们接触到的新东西，后来变成生活中的主流，都经历过这么一个过程。

比如微博这个产品形态，2007 年就开始有同类产品上线，像“饭否”“叽歪”“嘀咕”，但是并没有多少人用，直到后来 2009 年新浪微博才上线，最后在 2011 年，微博的影响力到达极致。

不过现实里，我们往往发现有的新事物一开始就来得快，去得也快。

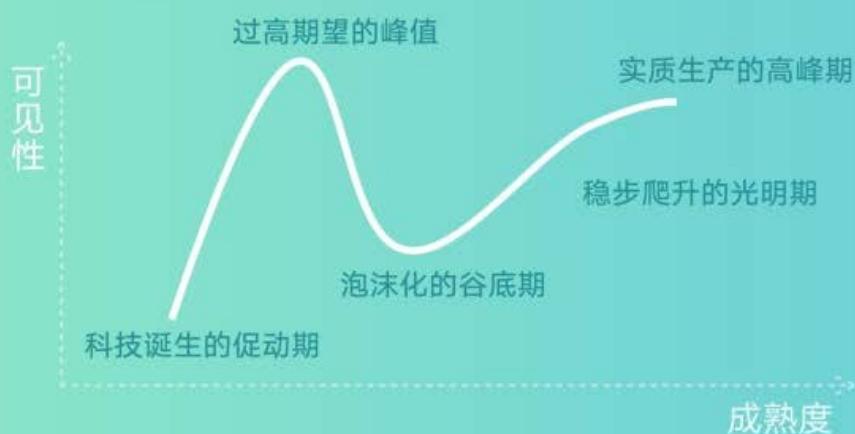
比如说我们看到身边的共享充电宝、共享健身仓之类，似乎一夜之间就遍布大街小巷，但很快又退出人们的视线，往往看起来还没成熟就进入衰退期了。这样的现象单纯用创新扩散曲线并不能很好地解释了。

于是，我们针对这种来得快去得快的现象，会用“技术成熟度曲线”来解释，这个理论是由一家叫做 Gartner 的咨询公司提出的，可以很好地描述新技术发展的过程。

技术的发展往往有这么一个规律，无数公司、资本就像是敏锐的猎手，一旦发现新技术被证明可行，因为害怕错过，会立即跟进。舆论也会添油加醋，形成一拥而上的氛围。但新技术往往不完美，发展路上会有很多曲折。面对曲折，投机者很容易陆续离场，在舆论的引导下，又会形成一种大家纷纷撤离的现象，甚至会因此波及到真正的创新者。经历了这么一波矫枉过正，新技术的成功和失败都被放大。但是，在缺乏关注、缺乏资源的情况下，真正有竞争力的新技术仍然会缓慢发展。也就是我们常说的，在短期我们往往高估新技术，长期又往往低估它们。

新技术的发展的这个过程，体现在图形上，就是一条“N”形曲线，经历一个小高峰后进入低谷，再慢慢走出低谷，这条曲线也就是技术成熟度曲线。

技术成熟度曲线图



- 科技诞生的促动期：新技术萌芽阶段
- 过高期望的峰值：非理性关注下产品膨胀
- 泡沫化的谷底期：问题出现，情绪走向矫枉过正的极端
- 稳步爬升的光明期：有能力的新技术探索出经营模式
- 实质生产的高峰期：新技术被接受，进入成熟阶段

《白洋·怎样快速搞懂一家公司》
得到App出品





好，现在你已经知道了这条曲线，你可以先找一些已经比较成熟的行业“练练手”，看看它的起起落落，看它每一个阶段是怎么过来的。当然这个分析的难度比较小，因为你面对的是已经有结论的行业，就像游戏里面，已经是个完全显示的高亮地图，而你在用“上帝视角”来俯瞰全局。

然后，你不妨跳到眼前正在发展过程中的一些行业，这时候你就像身在迷雾中。

比如互联网保险行业，你会怎么判断它的发展阶段？

- 首先，你需要结合第二讲里对行业空间的判断，大致确认下行业潜在空间还有多大。

根据官方数字，互联网保险 2017 年的规模是 1835 亿，而整个保险行业的规模是 3.6 万亿。渗透率是 5%，如果你认为互联网保险未来的渗透率将是 50%，那行业还有 90% 的路没走，如果你认为渗透率极限就是 5%，那行业基本上走到了尽头。

换句话说，你是在思考互联网保险究竟为保险业带来了什么价值，是技术提升带来的精算水平提高？还是费用带来的节约？这里，我还是倾向认为，互联网保险会对保险业带来长期巨大的影响。

- 其次，你需要搜集这个行业发展的里程碑事件，判断它是在上升期、平稳期，还是衰落期。

互联网保险在过去几年飞速发展，6 年的时间里规模增长了 60 倍。但近两年的发展，却不尽如人意，2017 年甚至出现了 22% 的下降。原先选择这条赛道的创业公司，也很久没传出来融资成功的消息了。可以说，互联网保险行业近两年遭遇了低谷。

综合前两点，我的初步判断是：互联网保险处在长期的萌芽期和短期的低谷期，也就是在“M”形曲线左半边下降的趋势里。

- 最后，你要判断它在当前的位置可能还会待多久，是什么因素会导致下一个转折出现。

当行业处在“M”形曲线的左半边的时候，往往要看关键技术的突破，而处在右半边时，往往要看渗透率的提升，有没有突破临界点。

当你能更好地找准要分析的公司处在什么样的位置上，你就能更好地预判接下来的走向。这往往是很考验你独立思考能力的时候。

大多数人都认可的趋势一定正确吗？未必。比如 2014 年的时候，很多人根据自己的使用体验都认为微博已经不行了，但那时候，恰恰是微博开始转向 90 后、转向更有生命力的各个垂直领域的开始，之后它就迎来了新一轮的繁荣。

本讲小结

这一节我们讲了一套产业的生命周期框架，是结合了创新的扩散过程和技术成熟曲线两个理论。这两个理论很成熟，你可以在充分理解它们的基础上，灵活运用。

- 新事物先看供给要素，也就是产业的技术是否成熟，在此过程中，产业和资本的追涨杀跌会放大新技术的波动，就构成了技术成熟度曲线；
- 在技术相对成熟后才过度到需求，需求有爆发的临界点，和趋于稳定的饱和点，就构成了创新扩散曲线。

两条曲线的组合就是我们给出的产业生命周期框架。当你锚定了一个行业究竟走到了哪里，未来还要走多远的时候，你会更从容地判断它接下来的路要怎么走。

4.搞懂行业竞争格局

前面我们依次分析了行业空间、行业所处的阶段，算是回答了赛道有多宽，有多长的问题。那么，接下来的问题自然是，赛道平坦吗？或者说，谁能在这条赛道上取得领先？也就是对竞争格局的判断。

搞懂竞争格局，我们才能明白，眼前行业的这块大蛋糕，到底有多少是属于公司的。

结合行业规模与阶段看竞争格局

前面谈到的行业空间、阶段，也都和行业的竞争格局息息相关。因为行业规模决定了竞争的激烈程度，行业在不同发展阶段，分析竞争格局的重点也不一样。

我们先来看行业规模对竞争格局的影响。

商业有它内在的逻辑，规模巨大的市场，一定会吸引众多的参与者，竞争也会随之激烈。遇到很多竞争对手的时候，至少也说明路走对了；反而没有对手一骑绝尘的时候，虽然有可能是太领先了，但也有可能是这个领域本身蛋糕太小了。

接下来，我们看行业发展阶段对竞争格局的影响。主要有两点需要注意：

- 第一，行业发展不同阶段竞争强度不一样。

如果行业还处在高速增长期，即使是一些实力一般的玩家，都有可能冲到市场上分一杯羹；而如果行业增长渐趋稳定，行业产能开始过剩，要比拼精细化的运营，低效率的玩家就没有竞争力，多余的产能就会被淘汰。

- 第二，如果行业仍在高速增长，即使领先者拥有可观的份额，依旧是比较危险的。因为每年释放出来的空间都很大，领先者随时可能被颠覆。

比如说某公司在市场拥有 50% 份额，但市场每年增长一倍，那如果这个公司没有跟随行业增长，只是维持原样，一年过去份额就会跌去一半。这个现象在我们国家当前很突出，因为大量行业都在快速成长。

预见终局和没有终局

上面说了你要结合行业规模和发展阶段，来分析行业竞争格局。接下来你需要知道，竞争格局通常有哪几种常见的“终局”，因为看得到“终局”，你会更容易知道，你要分析的公司存活概率有多大、存活下来后发展的空间有多大。

“终局”一般有三种：

- 第一种是，强马太效应导致的一家独大。比如腾讯在社交领域，用户这方面所有需求几乎都能被满足，没有太大动力选择第二家的产品。互联网投资里常说的一句，“老二非死不可”，说的就是这种格局。
- 第二种是，双寡头或者多寡头的平衡，比如视频行业的格局。最初有几十家视频网站，后来像淘汰赛一样，6 进 4，4 进 3，3 进 2。这种行业通常有一定的规模效应，领先者有一定优势，但也需要靠不停地投入资源来确保地位。
- 第三种是，相对分散百花齐放或者各领风骚数年的行业，比较典型的行业就是内容生产行业，如游戏、影视剧等等。这种行业本身门槛未必很高，也通常没有网络效应或是规模效应，甚至规模到了一定程度后，管理成本会比收入的增速更快，所以没有办法做到赢家通吃。

不过，我说的“终局”是加引号的，因为任何市场的终局，往往都是中局，中间的中。商业的战争也没有终点，有时候貌似行业达到了一个平衡，但往往会被高维度的因素影响和改变。

举个身边都看得到的例子：方便面。

本来方便面在国内是一个 800 亿规模的巨大市场，但估计谁也没有想到，打败它的敌人竟然是美团外卖和饿了么。煮包面凑合一下的生活节奏一下子变成了点个外卖，结果方便面的市场很快就陷入萎缩。

随着时代的变化，一些原本八竿子打不着的人就会变成新的竞争对手。如果时间回到 2010 年，让你描述方便面行业的未来竞争风险，谁又会想到外卖呢？

所以，竞争格局其实是件很有趣的事情，它永远都在动态变化，你看像互联网这样的新行业，一些风马牛不相及的玩家之间都会发生冲突，尤其是罗胖的“用户时间争夺”这个终极理由一出，互联网里从此没有朋友。2017 年很多 APP 的用户使用时长都出现了下降，据说《王者荣耀》就背了不少锅，成为很多公司的假想敌，而到了 2018 年，这个锅又甩给了抖音。

前面我们举了不少例子，总结起来，当你要考察一家公司所处的行业竞争格局的时候，你通常需要从这几个角度去做功课：

- 第一，这个市场的规模决定了能吸引多少竞争者，如果现实的竞争激烈程度与此不符，那竞争者是不是迟早要来，或者说为什么不来；
- 第二，这个行业已经进展到了什么阶段，是供不应求？还是供过于求？以及行业是否增速太快，会导致现有的竞争格局不稳定；
- 第三，这个行业本身的特性，将来更可能向垄断、寡头还是充分竞争的平衡状态演变；

- 第四，这个行业如果竞争态势已经相对平衡，潜在的打破现有平衡的因素会是什么？

理解产业链博弈

刚才我们讲了行业竞争格局，但其实广义的竞争，并不局限于处在同一平面的玩家。现代经济高度的产业分工，导致产品的生产过程会包含很多环节，而行业创造的价值，也要在多个产业链环节之间进行分配。所以产业链博弈也是竞争中非常重要的一环。

我这里之所以用的是博弈，而不是竞争，是因为同类玩家之间的竞争，往往是刺刀见红的肉搏，而产业链之间更多是瓜分价值，目的绝不是为了消灭自己的上下游，所以用博弈这个词更恰当些。

下面我会讲讲怎么分析产业链博弈。

一个简单的方法，我们把上下游的企业都画在一张图上：

如果某一个环节集中了大量的公司，那通常这个环节竞争激烈、偏同质化，也没有定价权。而如果某个环节对技术、资本或者服务的要求特别高，只有少数几家甚至一家公司能抢占这一环节，那他们所在的环节就特别有议价能力。关键看谁有更多的选择，说白了，八个男生追一个女生，那女孩儿还真可能挑花了眼。

比如大家经常谈到的产品与渠道，就是产业链博弈的最佳写照。

- 你一定听过“渠道为王”的说法，像苏宁、国美、沃尔玛和家乐福这种大卖场，零售品牌就很依赖他们。
- 淘宝和天猫更不用说，千千万万的卖家那是既爱又恨，最后还不得不投入大笔的广告费来保障销量。

- 最极端的例子要数网页游戏，本来产品和渠道是 7:3 分成，产品拿 7，渠道拿 3。然而后来开发商多了，而用户量却相对有限，僧多粥少，渠道变成了香饽饽，发展到最后，渠道要拿走 70%~80%。

产品方的弱势一部分来自于门槛低、竞争激烈，但最主要的点还是在于同质化。试想一把雨伞、一包纸巾，这类产品必然依赖渠道的曝光。

非同质化的产品就不一样，例如内容行业，虽然电视台家大业大，虽然视频网站已经竞争到只剩主流的 3 家，但它们仍逃不脱高昂的内容成本，只得接受优秀内容的价格一涨再涨。内容方也就形成了百花齐放的业态，**只要有独特的竞争力，永远不会嫌入行太晚。**

当然，如果能同时兼具产品和渠道，则更有可能打造出更持久的商业模式，比如我们看到美国的几大传媒集团，迪士尼、新闻集团、康卡斯特等等。

所以，当你要从产业链的角度去考量一家公司的竞争格局的时候，有这几个问题要问自己：

1. 它所处的产业链的每个环节是什么；
2. 每个环节的拥挤程度如何，进一步看，哪个环节更有议价能力；
3. 相对拥挤，或者说没有议价能力的产业链环节，提供的产品是否是同质化的。

本讲小结

分析行业竞争格局：

首先，结合行业规模和行业发展阶段去看：行业规模越大，竞争往往越激烈；行业供过于求时竞争更激烈；如果行业仍高速发展，即使是领先者也无法掉以轻心。

然后，你要根据行业本身特性去看它未来最可能的“终局”，但也要知道，商业战争没有终点，总会存在新的维度去打破现有平衡的可能性。

最后，产业链博弈也是广义的竞争，渠道为王并非空谈，它反映的是渠道在产业链上更有定价权，打破渠道垄断的关键在于非同质化的产品，而兼具渠道和产品的模式最能持久。

5.认清公司的商业模式

前面我们一直在整体地分析一家公司所处的行业，也就是赛道，接下来要考虑的是什么样的车跑在赛道上，也就进入了分析具体的公司环节。

找到驱动公司增长的关键指标

之前我们分析了公司所处的行业，那整套分析框架，能帮我们勾勒出一个公司理论上能拿到多少蛋糕。接下来，就要分析它是怎样拿到的，以及它具备什么样的能力，来确保成功。

换句话说，就是分析它的商业模式和可行性。

不夸张地说，“商业模式”这个词，媒体里讨论的很多，但真正理解的估计很少。而且由于不同行业、不同公司的商业模式千差万别，很难去做一个简单的分类。

所以，我们不妨回到前面提到的那个最基础问题，“它提供的是怎样的产品，解决了什么问题”，从这个问题出发，然后具体问题具体分析。

同时，因为公司创造的价值，最终会以数字的形式体现在公司的收入上，所以你可以去尝试把公司的收入公式写出来，这样就能看清楚它商业模式里核心驱动指标是什么。

公司的收入，往往是几个指标的相乘，所以，一个公司的成长，也就可以拆解为这几个关键指标的增长。

通常而言，你可以在公司的财务报表中找到这些关键指标，比如快递公司的财务报表会说包裹数是多少，平均单价是多少，比如电商公司会说交易额是多少，佣金率是多少。

但如果是非上市公司，或者说有一些财报不大友好的公司，可能他们报表里会说收入增长了多少，是因为“业务增长所致”这类没用的话。这种情况下也不是完全没有办法，那就需要结合更多第三方的资料，或者根据行业水平来估算、根据上下游客户推算等等方式，来尽可能靠近各项指标的真相。

对大部分处在增长中的公司来说，是多数指标相对静止，有一个核心驱动指标在带动公司成长。优秀的公司，总是会预估每个指标的天花板，在现有的指标动力衰减之前，去寻找新的增长接力指标。

一个公司如果发现现有的收入乘法里，每个指标都面临突破的瓶颈，就必须去寻找新业务。你观察好多世界 500 强的公司，经过几十年的成长，业务矩阵已经复杂到难以形容。这个时候你搞懂一家公司，可能需要研究几个不同的行业，然后写出来几个不同的乘法算式，再把它们加起来。

有加法，也有减法。

所谓减法，就是反过来，把自己从多元化经营，拉到更聚焦的位置上。通常人性倾向多就是好，所以减法更难能可贵，如果公司认为多元化经营反而带来了效率的下降，就有必要砍掉效率低下的业务，把有限的资源运用到性价比最高的事情上，所以减法并不一定意味着收入的下降。

同质化竞争下的商业模式观察

能把公司的收入公式写出来，你也就知道了这家公司最基本的商业模式。但这还不够。

我们探讨一个比较实际的问题，假设我现在让你来分析一下直播行业，或者共享单车行业里的某家公司。你就会突然发现一个问题：这类公司，怎么判断它能不能在同质化竞争的百团大战中脱颖而出？有好的商业模式就够了吗？显然不是。

以共享单车为例：

摩拜单车其实是一款非常有创造性的好产品，而且有稳定的商业模式，投资人小心翼翼地算了很多遍，模型显示都是可持续发展并且赚钱的。但可惜的是，正因为这个模式太好，资本除了投资摩拜，也流向了其他竞争对手，直接把整个行业的供给放大了 10 倍，导致最后漫山遍野全是自行车。公司被拖入恶性竞争，被迫投入了远超原计划的车辆，原有的模式也大打折扣，因为各种颜色的自行车太多了。

摩拜的例子告诉我们，单纯的产品或商业模式的好坏，不体现竞争力的强弱，越好的产品反而会招致越多的竞争。

所以，客观上必须承认，大部分行业里，同质化的竞争里，靠的是比拼运营、执行、资本和一点点运气。我们没必要把每一个公司的成功，都归结于商业模式上的胜利。

但你也要看到，看似同质化的竞争里，看似同样的商业模式里，不同公司战略定位可能会有不同，而且会在以后的战略的执行中，放大这种不同，这是我们分析公司不能忽略的一个方面。

我这么说可能有点儿抽象，举个例子就会清楚很多。

早年携程一家独大，但却眼睁睁地看着去哪儿在自己眼皮底下成长起来，并且被拖入价格战的泥潭。按理说以携程当年的领先优势，是不应该发生这样的情况，但问题在于，携程是把在线旅游作为自己的目标市场，但这个市场是一个每年增长 50% 的快速变化的市场，其实很不稳定，会有很多竞争者。而去哪儿把目标市场定义在一个相对恒定的东西上——资源，航空运量就这么多、酒店总共就这么多，这些不可能以每年 40%~50% 的增速增长，所以去哪儿一开始就做了国内首家可以在线比较机票和酒店价格的搜索引擎。这个目标市场是恒定的，做到了老大就是老大。去哪儿的后来居上，很大程度上归功于他们一开始就采取了更先进的打法。

我再举一个更加好懂的例子，网络综艺节目《创造 101》里异军突起的王菊，也是引入“新商业模式”的典型。

可能你未必熟悉这个节目，但估计你对一般的少女选秀节目还是有一个大致的感觉——一群清纯可爱的小姐姐，比舞蹈、比声乐、比颜值等等。而王菊本身是一个看起来比较成熟、略胖、皮肤比较黑，一些唱跳基本功也相对欠缺的女孩。其实不大符合传统少女选秀的路径，所以她前期几乎每次都站在被淘汰的边缘；但王菊在这种情况下，喊出了对女团重新定义的口号，把竞争的要害拉到了自信、勇气、个性上，突然激发了观众的大量支持。

也就是说，后发制人的玩家，很可能在商业模式上有了巨大的进化。在看似提供相同产品下，一个行业里，不同的公司会对自己有不同的定义，这种定义其实也就是我们常说的战略定位。

想要更好地洞悉一家公司的商业模式，和它对自己的定位，其实你需要做的就是，在理解一家公司的过程中，不要被行业的领导者的思路带着走。

重新思考那个最基础的问题“这家公司提供了什么产品，解决了什么问题”，不要使用现成的答案。尤其是如果这家公司产品是面向消费者的，对产品更加深入的体验也能帮助你回答这个问题。

本讲小结

这一讲我们进入分析具体公司的环节。

首先，你需要把公司收入的公式写出来，看清增长的核心驱动因素，并且要关注公司是否在新增业务或减掉业务。

其次，你要知道，在一个同质化竞争的行业里，单纯的产品好是一个很脆弱的优势，因为竞争对手容易模仿；而看似同质化竞争的公司，可能对自己有不同的定义，商业模式上的进化，能实现后发制人。

6.找到公司的护城河

上一讲我们说了，在公司的分析框架里，最重要的是看有没有竞争对手不易模仿的要素，这种不易模仿的要素，在巴菲特的框架里，就被称为“护城河”。

护城河理论非常经典，并且按照它挑选出来的公司，都反复被巴菲特杰出的投资业绩所验证，所以我接下来主要就围绕他强调的四点来展开。它们分别是无形资产、商业模式的网络效应、用户转换成本和产品成本。

巴菲特的经典四要素

护城河的第一大要素是无形资产。

无形资产就是无法简单用钱来衡量的东西，最主要是品牌和专利。

好的品牌能让用户更方便地找到你，最极致的情况就是，一个品牌和一个行业划等号，比如可乐里的可口可乐，剃须刀里的吉列，搜索引擎里的Google。

品牌不仅降低了公司的营销成本，甚至能帮助公司的产品实现更高的定价。

专利也是一种护城河，但我建议你把它作为一个动态的指标来看，去看一个公司不断创造新专利的能力，它背后体现的是公司持续的创新实力。

护城河的第二大要素是商业模式的网络效应。

这里面有三种情况：

第一种就是我们一般说的规模效应，就是规模越大，效率越高。

比如共享单车，哪一家公司的车子越多，用户用它就越方便，但它是一个单边的模型，也就是说只有靠公司单方面加大投产来形成规模，争取用户。

第二种情况我们叫做双边经济模型，像出租车、专车领域就是，它有司机的需求，也有乘客的需求，更多的司机会带来更多的乘客，更多的乘客也会带来更多的司机。

再举个很容易理解的例子：

比如酒吧这样的社交场合，大家都希望异性多一些，于是酒吧想了个策略，它对女生收低价来吸引女性顾客，女性顾客增加后男性顾客也会增加，酒吧再对男生收高价，结果双方都实现了社交需求，酒吧也赚到了钱。这种相互促进的双边模式，经济学上就叫双边经济。在取得领先后，双边模式往往会比单边模式的竞争壁垒更高一些。

第三种是网络效应，社交类产品非常典型，用户主动传播，帮助公司接近零成本获取新用户，它已经不只是一个双边模型，而是一个多边的网络模型，用户越多，网络的价值就越大。

护城河的第三大要素，是用户转换的成本。

转换成本的高低，决定了先发优势的稳定性有多强。网络效应强的产品自然不必说，例如微信，用户的很多东西都沉淀在上面，绝不会轻易更换。

还有一些转换成本高的例子，像 office 这样的办公软件，如果要更换其他新产品，需要从头再来学习一遍。

而像日用快消品，换一个新产品毫不费力，这也是为什么，转换成本越低的产品，就越会把精力投入到渠道建设中，来弥补这种不足。

护城河的第四个要素，是提供这个产品的成本。

在面临同样的产业环境时，成本领先一直是竞争的有效手段之一。成本领先可能来自于规模效应、可能来自于先进的技术，当然，也可能来自于这家公司精益求精、步步为营的长期建设。

利润率是第五个壁垒

前面讲了巴菲特经典框架里的护城河，能拥有护城河里的若干要素，是一家公司取得最后成功的关键。那如果这几个所谓的护城河都没有，又该怎么办？

其实还有一个看起来有点无奈，但又是非常有效的壁垒，那就是**利润率**。

有这么一个比喻：

肥美的草原上一定有无数牧羊人。

就是说利润丰厚的地方，竞争者一定很多。所以与其让竞争者瓜分市场，领先者还不如主动降低利润率，来获取更大的规模和影响力。

我们看美团和滴滴竞争的例子：

滴滴在处于垄断地位后，不仅没有建立起对手不易模仿的护城河，还实现了较高的毛利率。这相当于用高音喇叭向世界宣扬，我独自享有一块水草茂盛之地，可不就招致了美团铁蹄的无情踏入。假设滴滴花更多的钱，把调度做的更好、把地图做的更准、给司机更多的激励，

不仅在建立更深的护城河，短期的财务报表拿出来，估计也让潜在对手更加望而却步——潜在对手会想：连唯一的垄断者的财务报表都这么不好看，那又何苦自己再去插一脚。

小米在这一点上看起来就做得更好。

雷军在小米 6X 发布会上，向所有用户承诺，小米硬件综合净利润率永远不会超过 5%。当时可是小米上市前的关键节点，难道雷军不在意小米的利润和估值，不用对股东负责了吗？恰恰相反，小米在硬件上要的是规模、是用户体验、是护城河，低利润率有助于战略的顺利执行。

虽然利润率低能形成一定意义上的壁垒，但并不是说公司就一定要为形成护城河而放弃大部分的利润。

现实里一家利润率低，但有竞争力的公司，往往有一个“后手”，就是靠前端的低利润率模式，有能力带出后端一个赚钱的模式。

在小米的例子中，硬件可以不超过 5% 的利润率，但小米有广告、有内容分发、会员费等等，这些都有超高的利润率。在硬件的大用户量基础上，小米总体的盈利能力还是很强的。

当然，我们提到的以上五点，是经典的护城河理论，再加上我的一点理解，护城河的内涵远远不止这些，而且也一直在动态发展的过程中。

特斯拉的创始人马斯克就表达过对护城河不屑一顾的态度，因为在他看来，再深的护城河也挡不住前仆后继的进攻者，唯一的办法就是只能疯狂地创新，不断向前跑。但你仔细想想，特斯拉这种疯狂向前跑的姿态，其实就是在为它构造护城河，而且马斯克非常清醒，护城河是动态的，而不是让你安稳地倚靠的。

此外，我们分析公司的护城河的时候，也需要考虑资本的要素。资本市场的火爆会加大一个公司塑造护城河的难度。

在巴菲特的时代，一家公司还有可能进入一个前景巨大的行业，然后凭着它的工匠作风，慢慢成长成一个伟大的公司。但在这个时代，资本已经不允许了，一旦商业模式被验证是可行的，接下来就是在资本的助推下大规模复制。共享单车就是典型的例子。

用财务数据支撑你的判断

这一讲我们分析一个公司的护城河，切忌不要想当然地主观判断一家公司是否具备这些护城河，财务数据是支撑护城河判断的重要论据。

- 如果你觉得一家公司的护城河是品牌，那你要看，跟同类产品相比，这家公司的产品是不是有更高的定价和更低的销售费用；
- 如果你认为一家公司有规模效应，那你要看，它收入的增速是不是快于成本的增速，利润率是不是会随着销量的增加而增加；
- 如果一家公司的产品有多边网络效应，那通常它会有快于行业的客户数增长和边际递减的成本；
- 如果你认为转换成本是一家公司的壁垒，那就看它是不是有较高的重复购买率和较低的营销费用；
- 如果你判断一家公司有成本优势，那它应该相比竞争对手有更高的毛利率和更低的费用率，你要去验证是不是这样。

除此之外，更主动运用低利润率获取更大市场份额的玩家值得关注，而在壁垒不清晰的情况下过早追求利润，往往是一个短视的行为。

本讲小结

公司的护城河主要体现在无形资产、网络效应、用户转换成本、产品提供成本 等方面。

没有护城河时，越好的产品反而会招致越激烈的竞争。

当大家商业模式雷同时，利润率也扮演了壁垒的角色。

7.洞察公司的“人”和“制度”

前面我们已经讲完了怎么看赛道，也就是行业，怎么在赛道上看赛车，也就是公司在行业中的竞争力。这一讲我们会说跟赛车关系很大的一个要素，那就是赛手。

我们去理解赛手，不仅是补充完整我们赛道-赛车-赛手的三段论结构，也想反过来通过研究赛手，交叉印证，更好地理解公司为什么会出现在这样的赛道上和为什么选择了这样的竞争策略。

我们这里偏向 **广义的赛手**，不仅指公司的管理层，也泛指一个公司的**管理制度**。当然，你会发现在赛手问题的看法上，一二级市场各有侧重。

- 一般而言，二级市场更看重制度，我们看到很多世界 500 强都已经成为了公众公司，职业经理人靠着制度的约束来操盘。巴菲特投资过华盛顿邮报、布法罗晚报、大都会广播公司等一系列媒体寡头。他也曾经说过，喜欢这类公司，是因为它有良好的制度保证产出，即使阿猫阿狗来管理，都能得到不错的结局。
- 一级市场则很看重人的作用，我们经常听说某个知名投资人和某某吃了一顿饭就决定投资，尤其是早期阶段的投资，核心团队的境界和能力就显得越重要。

大量的例子表明，在靠人还是靠制度的问题上，新兴的行业和公司，人的作用举足轻重，而成熟的行业和公司，则更有赖于制度。

所以不难理解：

- 一级市场刚好是新模式、新公司占主流，人的作用就会凸显；
- 二级市场，企业都是相对走到成熟的阶段才更有可能性上市，自然制度更被看重。

当然，一个公司更靠人还是更靠制度，并没有绝对意义上的好坏区分，而是在不同阶段下，相对最适合公司战略的选择。

观察管理层言行的三个要点

风投女王徐新曾经对于她寻找什么样的创始人做过一个总结：

第一，要有杀手的直觉，能看到人家看不到的东西；第二，学习速度要非常快；第三，要有使命愿景价值观；第四，要内心很强大，永不放弃，要够狠。

我觉得她说的都很有道理，但我们仅仅是了解一家公司，大部分情况是不具备投资人那样和公司管理团队密切接触的机会的。即使像我这样以研究为谋生手段的人，也不是每次都能一开始就和公司管理层促膝长谈。

不过好在我们处在一个信息极度丰富的年代，我会着重关注公司管理层在各个场合的发言、媒体报道，来拼出我想要的东西，这里面我会着重关注几个点：

第一，管理层究竟是怎么对行业的趋势做出反应的。

我前面几节都在讲如何分析行业趋势，现在刚好能活学活用。你可以结合前面已经建立的对行业和公司的理解框架，然后再看看公司管理层是如何应对的。

这里面大概有三种情况：

- 最有前途的管理层 都在引领行业，比如在知识付费领域，我至少一半以上的行业认知都来自于罗辑思维这家公司，虽然说现在做知识付费的人多如牛毛，但我们还是很容易知道谁是带头大哥；
- 普通的管理层 至少会时刻跟踪行业的热点并积极应对；
- 比较弱的管理层，他们的发言和几年前相比经常也没什么太大的长进，对行业的理解甚至和你研究了一阵子的成果也不相上下。

第二，管理层的基因。

一个公司的基因，是由管理层的基因所决定的。管理层到底是激进还是沉稳，放眼大局还是关注细节，你都可以从新闻里看出来。

我建议你可以重点关注一下管理层言行之间的关系，观察他们之前信誓旦旦的说法在之后是得到了贯彻执行还是闭口不谈。

第三，管理层对风险的预判。

看管理层洞察到的风险是否领先于市场，如果是，那这个风险往往就不再是风险，而如果管理层对风险的洞察还达不到市场平均水平，那才是最大的风险。

除此之外，赛手的情况还可以通过股权结构来进行观察。你可以通过 36 氪、IT 桔子之类的网站，再结合企查查、天眼查之类的工具，去了解公司的股权情况。

一般而言，值得关注的指标包括核心人物持股、重点员工持股、公司的投资人等情况。一个健全的股权结构会为公司的成长保驾护航，但诸如核心团队持股太少、几个联合创始人持股过于平均、员工股权不足、投资人的利益冲突等问题都可能拖累公司的发展。

最后，关于人。我还有一个观察的小诀窍，你可以去看这个时代高水平的牛人都往哪个行业、哪个公司去跑，那一定是代表了未来的趋势，至少是中短期趋势。

这个逻辑和“没有美女的行业是没有前途的”有相通之处。毕竟，你只在花几个小时、几天去了解一家公司；而别人，还是比较优秀的别人是赌上自己的前途去押注一家公司。

观察管理制度的两个要点

前面我们讲了，公司的初创期、商业模式确定后的一段时期内，人的作用都是无限凸显的。而过了这些阶段，一套良好的管理制度，就在赛手这个因素里扮演更重要的作用了。

能轮到分析管理制度的公司，通常具备了一定的规模和历史。所以很自然，好的管理制度，首要就是要避免或解决组织过大带来的低效。

说起公司内部的摩擦力，就不能不提大名鼎鼎的科斯和他的理论。

20 世纪中期，科斯就指出，公司为什么存在？是因为市场交易有成本，而公司内部组织协调也有成本，如果公司内部组织协调的成本低，那么公司的存在，就节约了市场交易的成本。但反过来，当公司内部组织协调的成本比市场交易成本高时，也就是公司的边界了，因为一旦跨过这个界限，公司反而是没有效率的。所以，从这个角度看，公司的管理制度，决定了一个公司所能到达的最终高度。

一个公司的管理制度，看起来是比较抽象的概念，也不大容易量化，作为外部的观察者，更像是看着一个黑匣子在运行。

在有限的信息下，我通常从两个方面去衡量一个公司管理制度的好坏：

- 第一是观察一个公司的企业文化。企业文化是公司管理经验的最好凝结，是一个公司的价值观，估计你时常听到某某公司特别有狼性、某某公司执行力特别强，这些都是侧面衡量公司管理水平的定性标准。
- 第二是跟踪公司的人效比，就是每个员工平均为公司带来了多少的销售额或者业务量，它的变化趋势侧面反映了公司的组织效率。当然，它默认的使用条件是公司的业务没有发生本质变化，否则人效比的指标就会失真。

本讲小结

赛手是操控赛车驰骋在赛道上的灵魂。狭义的赛手就是指人，初期人的作用是最大的，但广义的赛手还泛指管理制度，后期公司的发展更有赖于高效的管理制度和组织架构。

这个时代，媒体上有大量公司管理层言行的公开资料，管理层不会无缘无故地公开言论，每一次露面都值得重视，尤其是他们眼里公司所面临的风险和挑战，观其言、察其行、知其底。

公司发展到最后，是业务规模扩张与组织自我进化之间的赛跑，也就是说公司的管理制度，决定了一个公司所能到达的最终高度。

8.方法论和总结

前面的 7 讲重点在搭框架，中间也穿插了一些技巧和心得，最后一讲我干脆做 7 个锦囊，把我能想到的方法论、技巧、心得和原则如数奉上。

七个锦囊

第一，站在前人的肩膀上。

以前我常常纠结于第三方报告的水平不高、数据太旧，不过随着经验的积累，才逐渐发现这些都不是问题。

回到我们的初衷上，毕竟我们是要去了解一家公司，而不是去攻克学术上的难题。所以理论上前人可能已经把这家公司研究透了，这时候如果能站在别人的肩膀上，就有很多现成的结论可以借鉴。

就算你要超越市场的一般认识，那也一定是建立在对行业基础的认识上的。所以，按照正常的搜集信息的能力，我们要了解公司时找到的资料，应该也是其他人会看到的资料，这就是市场共识。

在刚开始看行业的阶段，如果连基础都没有具备，更没有必要一开始就对第三方信息过于苛求。比较好的态度是，抱着质疑的态度去了解，当具备能力时再质疑。

一般而言，搜索引擎能满足你大部分搜集信息的需求，不过由于各种原因，国内搜索的结果不总是能令人满意，这里有几个小技巧供参考。

- 首先，你优先要找到的是尽可能详实的信息，而不是碎片化的资料，所以你不妨在搜索引擎里加上“报告”“研究”“分析”，甚至“专题”“案例”之类的字眼，有时候还可以加一个“pdf”。
- 我个人的另一个感觉，就是微信搜索现在越来越好用了，它分别能从聊天记录、收藏、公众号、朋友圈等角度去抓取信息。特别是当你在职场有一定人脉积累后，你会发现平时来不及看的朋友圈和群聊里还是隐藏着不少有价值的内容。
- 其实财务分析也是我们搞懂一家公司基本面的最好方式之一，但我之所以没在这门课里过多地提到财务，是因为以现在券商研究和第三方研究覆盖的力度，能够有财务报表的公司，基本都可以找到不下十篇的研究报告，供我们更好地弄懂这家公司。

第二，将你的思考建立在不变的事物上。

我们应该能感受到，随着社会快速的发展，经济、商业都在以超乎往常的速度和颠覆的姿态出现，几年前站在神坛上的公司，可能很快就会被遗忘甚至成为骗局的代名词。这容易给我们的分析工作造成一个错觉，就是我们总是在追赶这个时代的变化，分析总是慢人一步。

在这个问题上，我更愿意用亚马逊的创始人贝索斯的哲学来应对。他曾说过，

我常被问一个问题：“在接下来的10年里，会有什么样的变化？”但我很少被问到“在接下来的10年里，什么是不变的？”我认为第二个问题比第一个问题更加重要，因为你需要将你的战略建立在不变的事物上。

我非常认可贝索斯的这个理念，事实上我们过去被灌输了太多这世界变化太快的东西，而这个世界上有些重要的东西，不会时时刻刻发生变化。《挪威的森林》这本书里，主人公永泽有个奇怪的读书原则：

“对于死后不足三十年的作家，原则上是不屑一顾的”。

放在商业上，就是说我们要关注历经时间考验被验证过的思想，而不是快餐式的时髦商业理念。

过度关注太时髦的东西，你才会总有追赶不上时代的忧虑。

第三，推己及人的方法能帮我们真正理解一家公司。

培养分析公司基本面的手感，其实最好从你自己的公司和行业开始，因为很多东西的规律是相通的。

虽然每个人都有自己熟悉的行业和公司，但很多人对他们并没有深入的洞察。

建议你从自己的公司，或者自己熟悉的公司分析起，既把整套框架演练出来，又能在自己脑海里建立一个分析的资料库。等到面临新公司需要了解时，看看这家新公司和你脑海里熟悉的公司，有没有什么相通的地方。

例如一个快递公司和一家白酒公司，看起来是风马牛不相及，但快递公司其实分为顺丰这样直营型的和三通一达这样加盟型的，而加盟型公司又不是全部加盟。哪些节点要亲力亲为地控制，哪些节点可以放开给加盟商并能更好地调动他们的积极性，都有很多的讲究。这些渠道组织形式上的心得，其实和白酒公司怎么铺设渠道，多少直营、多少代理，代理系统里怎么设置激励奖惩措施，怎么防止渠道间窜货等等的核心逻辑是一致的。当理解这些共通点后，相信你就能够迅速建立起对对方行业的认知。

虽然行业之间有相通的道理，但每个行业多少都有属于自己的“专业领域”，特别是一些专业性比较强的行业，像医药行业，你要吃透它还需要一定的专业知识。

第四，保持用最基本的方法寻找答案。

我们在前面所有提到的方法，都没有剑走偏锋的路线，而是遵循一套非常朴素的自上而下的分析框架。

在吃透一家公司的过程里，不需要我们标新立异引入一些奇门诀窍，反而是最基本的方法最有效。

奥卡姆剃刀原理告诉我们，任何把事情把复杂化、需要太多假设和前提的解释都是苍白的，投资者应该相信最简单的结论，大道至简，不能用朴素简洁的话语找到的答案就不是好答案。

第五，尽量不要预设结论。

心理学家告诉我们，形成对一个人的第一印象，最快只需要 3 秒。你在搞懂一家公司前，通常也会对这个公司有一个最初的印象。但尽量不要让第一印象影响了你后续的判断。

投资学里有一个现象，当你内心特别向往某种意愿时，你会觉得所有出现的信息都指向那个意愿，这时候你对信息的解释就会超过信息本身，如果用专业一点的词描述就叫“选择性偏差”。比如有持仓的投资者，可能就会更倾向对公司的一举一动做出更乐观的解读，而远离了客观的分析。

第六，有框架的目的是为了打破框架。

我们前面提到，快速搞懂一家公司的过程里，我们试图建立起一个框架，然后在框架里找关键变量。但我们必须承认，对于商业市场，并不存在一个精确预测的模型，框架未必永远合理，关键变量是谁也可能在变化。

当我们心里时刻有这样的思维模式时，我们设立框架的目的不是为了框住我们，打破这个框架本身，也能够帮助我们更接近公司基本面的真相。

第七，集中精力办大事。

碎片化的学习在前期资料筹备阶段还无伤大雅，但当我们真的需要了解一家公司时，其实是需要拿出相对整块的时间和集中的精力的。

整体回顾

说到这，我们的课程将告一段落，我希望你通过这八节课的学习，已经非常熟悉这套系统的认知框架，甚至可以条件反射地去使用它：宏观、行业、公司、人。

我也帮你梳理了整堂课的要点：

《怎样快速搞懂一家公司》课程要点

一、宏观背景（第一讲）

看清宏观大背景能为你吃透公司做出铺垫，但对宏观的了解建议止于定性，把握颗粒度较大的宏观背景即可，主要包括：

- 1 公司处在什么样的宏观大背景上，这种长期趋势与公司发展的逻辑是否一致
- 2 理解公司对于宏观经济的敏感度：
 - 宏观敏感型公司可着重分析宏观
 - 宏观不敏感型公司可无视宏观
 - 中间地带的公司，需关注宏观下行可能带来的风险

我们用赛道、赛车和赛手的说法来描述行业、公司和人，并依次展开分析。

START

二、赛道（第二讲——第四讲）

- 1 赛道有多宽（行业空间）：
 - 行业的商业模式是什么，通过回答“这个行业提供的是怎样的产品，解决了什么问题”来解答商业模式
 - 行业是供给创造需求，还是需求拉动供给

在以上两点的基础上，搭建测算行业空间的框架，找出更基础、更容易判断的领先指标。

- 2 赛道有多长（行业所处阶段）：
 - 结合“技术成熟曲线”和“创新的扩散过程”两个理论，给出行业的一套生命周期框架
 - 去锚定一个行业究竟走到了哪里，未来还要走多远

- 3 赛道平坦还是崎岖（竞争格局）：
 - 行业规模越大，竞争往往越激烈
 - 行业供过于求时竞争更激烈，行业高速发展时领先者也无法掉以轻心
 - 根据行业本身特性去看它未来最可能的“终局”，同时关注新的维度打破现有平衡的可能性
 - 产业链博弈也是广义的竞争，判断不同产业链环节的定价权

赛道分析完毕后，要考虑的是什么样的车跑在赛道上。

三、赛车（第五讲——第六讲）

- 1 公司的商业模式：
 - 写出公司的收入公式，看清增长的核心驱动因素，并且关注公司是否在新增业务或减掉业务
 - 同质化的竞争中，单纯的产品好是很脆弱的优势，因为竞争对手容易模仿
 - 看似同质化竞争的公司，可能对自己有不同的定义，商业模式上的进化，能实现后发制人

- 2 公司的护城河：
 - 无形资产
 - 网络效应
 - 用户转换成本
 - 产品提供成本
 - 低利润率

宽且长的赛道、优质的赛车需要搭配好的赛手

四、赛手（第七讲）

- 狭义的赛手指人，初期人的作用凸显，广义的赛手泛指管理制度，后期更有赖于高效的管理制度
- 管理层不会无缘无故的公开言论，重视他们露面的信息，观其言、察其行、知其底
- 公司发展到最后，是业务规模扩张与组织自我进化之间的赛跑

