第1章
CHAPTER 1

经济护城河

什么是经济护城河？它如何帮我们挑选绩优股？

可口可乐和麦当劳都曾凭借经济护城河摆脱绝境。
作为投资者，如果你选择的公司拥有经济护城河，
就相当于你买进了一条能在未来若干年内
不会受到竞争对手侵袭的现金流。
但是，到底什么是经济护城河？

THE LITTLE BOOK THAT BUILDS WEALTH

巴菲特的护城河

对大多数人而言，越是经久耐用的东西，人们就越愿意为其支付更高的价钱，这应该算是常识吧。越是耐用的东西，价钱往往也越高，从厨房用具到汽车，再到住宅，无一例外，原因何在呢？因为随着人们对这些物品的使用时间越来越长，就在一定意义上弥补了高昂的采购成本。本田汽车就是比起亚贵，项目承包制造工具的价格肯定要高于从街边五金店购买的小工具，无一不是这个道理。

这道理也同样适用于股票市场。寿命长久的企业，也就是竞争优势更强大的公司，注定比那些昙花一现的公司更有投资价值，因为后者从来就没有过什么竞争力。正因为如此，我们才说，**经济护城河对投资者而言至关重要：拥有护城河的企业，要比那些没有护城河的企业更有投资价值。**因此，如果你能识别那些拥有属于自己的经济护城河的企业，那么你就可以买进它们的股票。

要理解护城河能给企业带来价值的原因并不难，我们只需要想想到底是什么决定了企业的价值。每只股票都代表了投资者在这个企业中拥有的一份权益（很可能非常小）。一座公寓楼的价值，就是租户支付的房租现值扣除维修费用后的余额。同样，一家公司的价值，就等于预期创造的现金现值减去维持和扩大经营所必需的支出。要计算这个现金现值，我们只需按时间和风险度对利用资产创造的未来现金流进行调整。这就是“一鸟在手，胜似二鸟在林”的道理。因此，我们可以说，手头持有的 1 美元比尚不确定的 1 美元更值钱，同样，可以确认的未来可收回现金，比目前尚不确定能否收到的现金更有价值。如果你对这个概念仍然感到模棱两可，不要紧，我会在第 12 章和第 13 章里介绍一些基础估价原则。

我们不妨作一个比较。假设两家公司的增长速度基本相同，资本数量以及相同资本创造的现金量也基本一致。其中一家公司有经济护城河，因此，在未来十几年里，它就能对这些现金以更高的回报率进行再投资。另一家公司则没有这样的护城河，这就意味着，只要竞争对手乘虚而入，它的资本回报率就会一落千丈。

拥有经济护城河的企业可以在更长时间内为投资者创造更多经济利润 (Economic Profit，指厂商的收益与它的成本之差。——译者注)。

如果你选择的公司拥有经济护城河，就相当于你买进了一条能在未来若干年内不会受到竞争对手侵袭的现金流。这就像你花更多的钱去买一辆能开 10 年甚至更长时间的汽车，但一台用几年就彻底报废的破机器，当然就不值得你花这么多钱了。

在图 1-1 中，横轴代表时间，纵轴代表投资资本回报率。你可

巴菲特护城河-aiden-修改.indd 8-9　2019/3/14 星期四 10:13:42

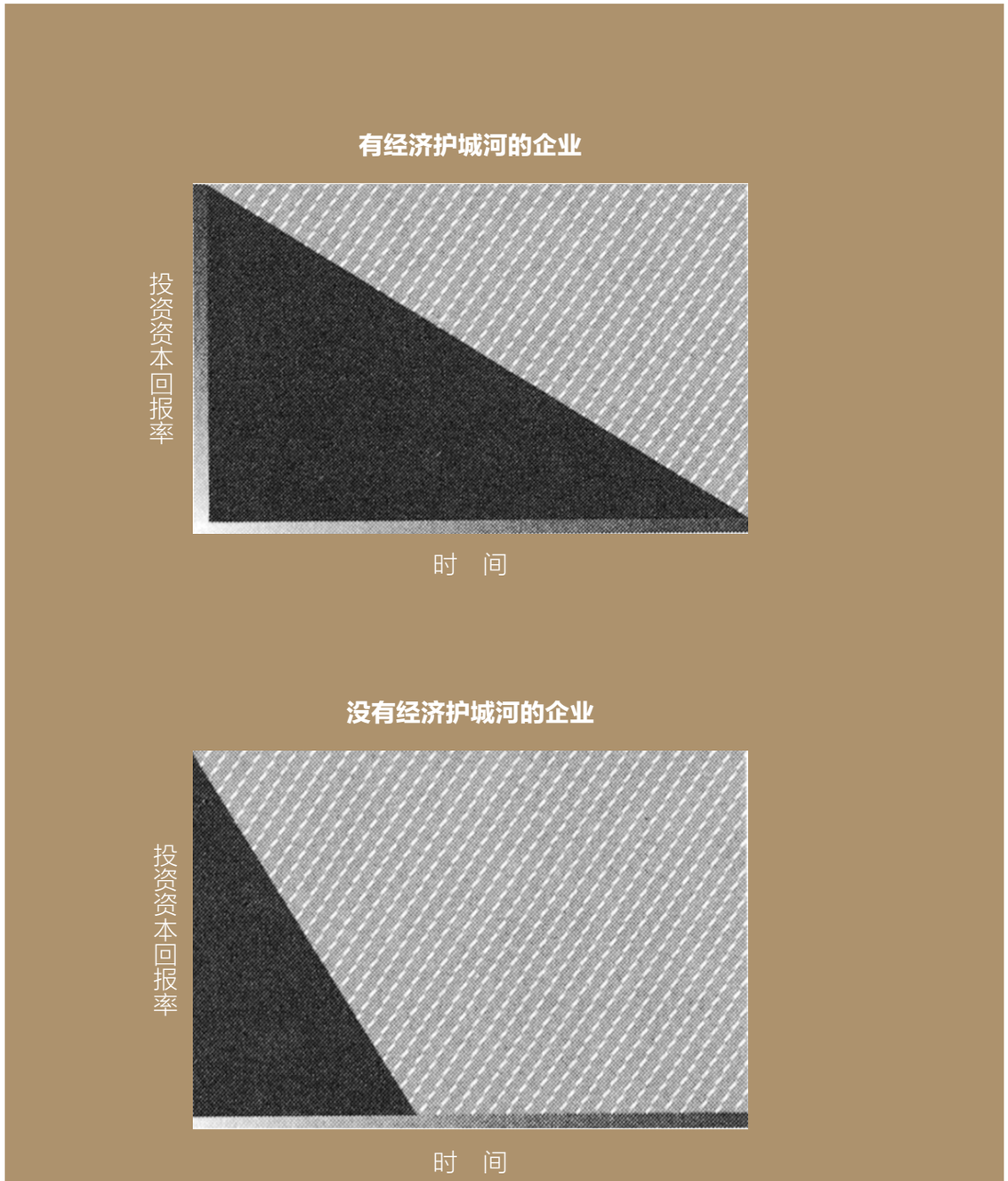

图 1–1
企业有无经济护城河的差异

以看到，上面这家公司（有经济护城河）的收益率在经过很长时间之后才开始出现下降，因为它有能力打败竞争对手。而下面没有经济护城河的公司，却不得不面对更惨烈的竞争，因为它的资本回报率下降速度更快。黑色区域是每家公司累积创造的总经济价值。从图中可以看出，经济护城河会给企业带来多么大的价值。

因此，经济护城河如此重要的一个主要原因就在于，它能给一家企业带来价值。找到这条护城河，不仅会让你在选股时领先一步，更能让你在确定买价上做到未卜先知。

一语道不尽的护城河

还有什么原因会让经济护城河成为选股的核心要素呢？

设想一下，这条护城河可以从诸多角度保护你的投资安全。

首先，**它可以强化你在投资上的自律性，这样，你就不太可能为一个竞争优势岌岌可危的热门公司股票支付高价钱。**过高的资本回报率最终往往会化为乌有，对大多数公司及其投资者而言，收益递减的速度是非常惊人的，也是让人痛苦万分的。

想想那些初出茅庐便辉煌一时的零售商，如今，它们的牌子已如同中世纪的裙撑（一种能使外面的裙子蓬松鼓起的衬裙，旧时主要用于各类晚礼服中的长裙。——译者注），被人们彻底尘封在记忆的角落中。当然，我不得不提的还有那些曾如日中天的所谓技术型公司，之所以这样说，是因为只要有另一家公司开发出更好的玩意，它们的竞争优势便会在一夜间荡然无存。要赶上飞速增长的暴利时代并不难，但最重要的是这个时代到底能维持多久。

巴菲特护城河-aiden-修改.indd 10-11　2019/3/14 星期四 10:13:42

巴菲特的护城河

经济护城河能为我们提供一个判断架构，帮我们区分昙花一现的公司与基业长青的公司。

其次，如果你能在识别护城河这个问题上眼光独到的话，你的资本遭受灭顶之灾（或者说是不可逆转的投资损失）的概率便会大大减小。有了护城河，企业就更有可能随着时间的推移，安全稳健地增加其内在价值，因此，即使你按相对较高的估值（当然，这样的估值也许是后见之明）买进这些股票，其内在价值的增长也能确保你的投资收益秋毫无损。而没有经济护城河的企业，一旦其竞争力遭受顿挫，它们的内在价值就可能呈直线式下降，因此你肯定不愿意为这样的股票支付高价钱。

最后，经济护城河还可以让企业更灵活自如、更富弹性地运转，因为一个能依赖结构性竞争优势的企业，更有可能尽快摆脱暂时的困境。为此，我们不妨回想一下，可口可乐在几年前推出“新可乐”以及新近推出 C2（可口可乐公司最新推出的一款饮料，这种可乐在口感上与普通可乐没有什么区别，只是碳水化合物和卡路里含量是普通可口可乐的一半。——译者注）时，都曾遭受过沉重的打击。两次惨败让可口可乐付出了沉重的代价。但可口可乐赖以生存的毕竟还是自己的核心品牌，因此，两次失误并没有把它带入绝境。

此外，可口可乐的问题还在于，它未能及时认识到消费者偏好已经发生的变化——消费者对水和果汁等非碳酸饮料的需求正在与日俱增，这也是可口可乐公司在过去几年增长乏力的一个重要原因。但由于可口可乐公司已经对自己的分销渠道实现了掌控，因此，它还是借助于“Dasani”系列瓶装营养水（可口可乐公司在其推出的瓶装水中加入营养成分，并给该系列产品命名为

Dasani。——译者注）的推出，以及对其他非碳酸饮料品牌的收购，有惊无险地渡过了这一难关。

麦当劳也是一个例子，早在十来年前，它就曾身处困境。快餐业是一个竞争激烈得让人难以置信的行业，你完全可以想象得到，一个任由服务质量江河日下，同时又不能与消费者口味保持同步的企业将会遭遇怎样的境况。事实上，这也正是媒体在 2002 年和 2003 年对麦当劳的描述。然而，麦当劳那无人不知、无人不晓的品牌就是它最安全的护城河，再加上其无所不在的经营网络，最终它重整旗鼓，凭借那些没有护城河的连锁餐饮店无法比拟的优势，东山再起。

对于这些拥有护城河的企业，能够迅速从困境中跳脱出来的能力，就是投资者依照合理价位对其投资所最需要的心理保障，因为只有在市场出现反常时，这些企业所拥有的非凡价值才能体现出来。如果你能在股价下跌前分析一个企业的护城河，那么你就可以更深刻、更清晰地认识到，公司面临的问题到底是暂时性的，还是永久性的。

归根结底，经济护城河能帮助我们对所谓的“能力范围”(Circle of Competence) 作出定义。如果能把投资范围限定在自己熟悉的领域，比如说金融股或是技术股，而不是广种薄收，那么大多数投资者也还能够取得相当不错的业绩。既然不能成为触类旁通的博学家，那么，为什么不去钻研具备优势竞争力的企业呢？这样，你就可以把这个宽广无限、无法预知的投资大世界，变成一个你能够深刻领会和尽情享受的理财小家园。

这就是我想通过本书告诉你的东西：让你成为一名识别经济护城河的高手。如果你能发现别人没有发现的那条护城河，那么

巴菲特护城河-aiden-修改.indd 12-13　2019/3/14 星期四 10:13:42

巴菲特的护城河

你就能以低价买到明天的聚宝盆。同样重要的是，认识那些没有护城河但却因为股价一时偏高而被市场盲目推崇的企业，你就能避免这些后患无穷的股票殃及自己的资产组合。

选股箴言

1. 购买一只股票，只意味着你掌握了这个企业的一点皮毛，而且是非常有限、少得可怜的一点点。

2. 企业价值等于它在未来所创造的全部现金。

3. 一个能长期实现现金盈利增长的企业，要比那些只能实现短期现金盈利增长的企业更有投资的价值。

4. 资本回报率是判断企业盈利能力的最佳指标。它反映了企业用投资者的钱为投资者创造收益的能力。

5. 经济护城河能很好地保护企业免受外来竞争的影响，帮助它们在更长的时间内获取更多财富，因而，这样的企业对投资者而言也就更有价值。

巴菲特护城河-aiden-修改.indd 14-15
2019/3/14 星期四 10:13:42

第2章
CHAPTER2

真假护城河

不要被虚幻的竞争优势所蒙骗

巨大的市场份额、优质的产品、伟大的 CEO，
这些真的就是竞争优势吗？
如果是，柯达、IBM、通用和安然
为什么会跌下神坛甚至倒闭？
经济护城河若隐若现，
有没有一整套具体的标准去发掘？

THE LITTLE BOOK THAT BUILDS WEALTH

巴菲特的护城河

在投资界流传着这样一个共识：“赌马赌的是骑师，而不是马。”换句话说，管理团队的质量要比业务质量本身更重要。我觉得这对赛马来说是贴切的。繁育和训练赛马的目的就是要让它们跑得更快，而马匹之间的差异并不大。在这个问题上，我也许有点班门弄斧，因为我没有看过赛马。不过，有一点我敢肯定：毛驴和设得兰矮种马（世界上有 20 多个品种的矮种马，最著名的是设得兰种，它是所有矮马中体形最小的一种。——译者注）绝不可能与纯种马相提并论。

但商业世界并非如此。在股票市场上，毛驴和设得兰矮种马绝对能和纯种马同场竞技。纵然是世界上最好的骑师，如果只是想玩玩，也未必能显示出自己的出类拔萃之处；即使是毫无经验的骑师，也能在这个赛场上一鸣惊人，让职业骑师大跌眼镜，甚至在肯塔基赛马场（美国著名赛马场，拥有超过 133 年的历史。——译者注）赢得奖杯。作为投资者，你的工作就是关注马匹，而不是

骑师。为什么这样说呢？因为对经济护城河来说，唯一称得上至关重要的是：**经济护城河是企业能常年保持竞争优势的结构性特征，是其竞争对手难以复制的品质。**

与管理上的出类拔萃（比如企业如何巧妙地出牌）相比，护城河更依赖于手里抓到的牌到底是什么。我们不妨进一步引申这个类比，如果世界上最优秀的牌手只拿到一对 2 点牌，那么，和一个手里攥着同花顺的业余选手相比，他也不大可能获胜。

尽管巧妙的策略有时能在逆境中创造出竞争优势（比如说戴尔电脑和西南航空公司），但现实告诉我们，有些业务确实有很大的优势，它们生来就领先一步。即使是管理再糟糕的制药公司和银行，在长期资本回报率方面也会让极其优秀的化工或汽车配件公司自叹弗如。

华尔街从来就是个只注重短期效应的名利场，因此，我们很容易把昙花一现的好消息和长期竞争优势的特征混为一谈。

在我的经历中，最常见的虚假护城河就是优质产品、高市场份额、有效执行和卓越管理。这 4 个陷阱可能让人误以为公司有护城河，但事实很可能并非如此。

是护城河，还是陷阱

优质产品很少会形成护城河，尽管它确实能给企业带来可喜的短期业绩。例如，克莱斯勒汽车公司在 20 世纪 80 年代推出第一款小型货车时，确实为自己在未来几年创造了一台印钞机。当然，在一个盈利比登天还难的行业里，这样的优势不可能逃脱竞争对手的眼睛，于是大家蜂拥而至。在汽车制造行业，根本就不存在

巴菲特护城河-aiden-修改.indd 18-19　2019/3/14 星期四 10:13:43

2002 年，
“怪物”运动饮料一炮而红，
迅速吞噬红牛的市场份额。
2015 年，
它的市场份额几乎与红牛分庭抗礼。
当年，可口可乐以 22 亿美元
拿下“怪物”饮料 16.7% 的股份，
而巴菲特是可口可乐的第一大股东。

能抵御其他竞争对手分享克莱斯勒饭碗的结构性特征，因此，它马上就放弃了小型货车及相关的配件业务。

我们来看下一家名为 Gentex 的小型汽车配件供应商。就在克莱斯勒的小型货车面世后不久，它马上就推出了一款自动变光的后视镜。相比整车市场，汽车配件业的竞争状况不会好太多，但由于 Gentex 在汽车镜方面拥有多项专利，这就意味着，其他厂商根本不能与之相抗衡。结果可以想象得出来：Gentex 连续多年实现高额利润，即便是在后视镜上市的 20 多年之后，公司的资本回报率依然高于 20%。

这让我再次深深地体会到：**如果企业没有可以保护自己业务的经济护城河，竞争对手迟早会撞开它的大门，抢走其利润。**在华尔街，商场英雄一夜之间变成乞丐的事例不计其数。

还记得 Krispy Kreme 公司（美国第二大甜甜圈食品店，1937 年创立于北卡罗来纳州，现总部位于纽约。——译者注）吧？尽管公司有新鲜可口、让人垂涎欲滴的甜甜圈，但它却没有属于自己的经济护城河——这就让消费者可以轻而易举地转向消费其他品牌的甜甜圈，或是减少对 Krispy Kreme 甜甜圈的消费量（这确实是一个让我付出巨大代价之后才领悟到的教训）。再看看著名服装品牌汤米·希尔费格 (Tommy Hilfiger)，该品牌曾红极一时，但庞大臃肿的分销体系侵蚀了它的光泽，让“汤米”成了甩卖柜架上最常见的名字，而整个公司的财务状况也从此一蹶不振。当然，又有谁能忘记昔日的 Pets.com、eToys，还有其他曾经朗朗上口的电

巴菲特护城河-aiden-修改.indd 20-21　2019/3/14 星期四 10:13:48

巴菲特的护城河

子商务网站呢？时至今日，只有在讲述互联网泡沫历史的案例里，我们才能依稀看到这些名字。

而近期市场对乙醇的狂热追捧，同样是一个富有启发性的例子。2006 年，我们曾目睹一系列影响深远的事件发生：原油价格直线飙升、提炼加工行业生产能力日趋紧张、汽油标准的调整以及玉米产量的大幅波动，共同造就了乙醇生产行业 35% 的经营利润率，使乙醇生产成为最赚钱的行业，综观整个行业，几乎所有的生产商都赚得盆满钵满。华尔街更是大张旗鼓地把乙醇奉为下一个市场大热门。不过，让那些对乙醇生产行业维持高收益坚信不疑的投资者感到失望的是，乙醇的生产与加工却是一个典型的无护城河业务。它只是一个在本质上没有竞争优势的普通商品，更谈不上规模经济。如果乙醇加工厂的规模太大，在成本上就是不划算的，因为一旦规模太大，就需要在较大地域内收集玉米，而这又会增加进货成本。此外，处理生产残余物也需要耗用大量的天然气。因此，后面发生的故事，也就不言自明了。

一年之后，美国的原材料价格依旧居高不下，加工能力依旧紧张，但玉米价格已经暴涨，于是，加工厂纷纷转向新的汽油标准，越来越多的乙醇生产商进入市场。结果，所有乙醇厂商的经营利润率一落千丈，而其中规模最大的厂商，实际上已经开始亏损。没有经济护城河的企业，它的财务成果注定要归于消逝。

公平地说，一鸣惊人的产品或服务，偶尔也能转化为一种经济护城河。不妨以饮料制造商汉森天然公司 (Hansen Natural，一家生产健康饮料的企业，其产品有不含防腐剂的天然苏打水和低碳酸桃汁等。——译者注) 为例。在 21 世纪初，它生产的“怪物”(Monster) 系列运动饮料一炮走红，一经上市便成为市场宠儿。但汉森并没有满足于“怪物”带来的成功，而是借此机会与啤酒巨头安海斯－布希公司联手，双方共同达成长期分销协议。这就让它在运动饮料市场上一举建立起其他竞争对手所不具备的优势。

今天，任何一个想和“怪物”饮料一决高下的企业，都必须要先攻克汉森公司在分销环节的优势。这真是比登天还难吗？当然不是这样了，因为百事可乐和可口可乐都有自己的分销网络。但这确实有助于保护汉森的利润流，因为它让其他运动饮料根本没有机会走到消费者面前，更不用说一鸣惊人了，而这就是经济护城河的本质所在。

那么，一个多年辉煌并依旧在业内举足轻重的企业，又会怎样呢？拥有高市场份额的企业，就一定拥有经济护城河吗？

遗憾的是，在给你的城堡挖掘护城河时，高市场份额未必是好事。我们总会想当然地认为，如果一个公司拥有巨大的市场份额，就一定会拥有可持续的竞争优势——有谁能从它手中抢走这么大的一块蛋糕呢？但历史告诉我们，在竞争惨烈的市场上，领先的优势可以转瞬即逝。柯达 (胶卷)、IBM(个人计算机)、网景 (互联网浏览器)、通用汽车 (汽车制造) 和 Corel(文字处理器软件)，就是经历过这类事件的公司。

它们无不痛苦地体会过从天堂到地狱的感觉：由于没有在自己周围建立或加固护城河，这些曾经在业内一呼百应的企业，最后只能拱手把自己的市场份额送给挑战者。所以说，**我们首先需要提出的问题，并不是企业是否拥有巨大的市场份额，而是它如何赢得市场，这将有助于我们认识企业的主导地位是否坚不可摧。**

巴菲特护城河-aiden-修改.indd 22-23
2019/3/14 星期四 10:13:48

巴菲特的护城河

某些情况下，巨大的市场份额根本就不能给企业带来任何优势。如在以人造髋骨和膝盖为主的外科整形装置制造业里，纵然是规模很小的厂商，即使市场份额一成不变，也能给它们的投资者带来丰厚回报。在这个市场上，做大并不会给企业带来真正的优势，因为外科整形医生并不是根据价格来决定是否给患者做整形手术。

此外，这个行业的转换成本也相对较高，因为各家公司的产品移植方式均有所不同。因此，医生倾向于始终选择同一家公司的产品。不管规模大小，这些转换成本对业内的厂商基本都是一致的。最后一点是，由于技术创新层出不穷，庞大的研发预算也就没有什么意义了。

由此看来，规模虽然可以帮助企业建立竞争优势——我们将在第 7 章进一步讨论这个问题，但却很少能成为经济护城河的来源。同样，高市场份额也未必能带来护城河。

体现有效执行的经营效能又如何呢？有些公司以擅长调度和解决疑难杂症著称，经验表明，某些企业的确能比竞争对手更轻松、更稳定地实现经营目标。这难道还不能说明，有效的执行可以带来竞争优势吗？

很遗憾，答案是否定的。在缺少某些结构性竞争优势的情况下，我们还不足以认为它们一定比竞争对手更有效率。实际上，如果企业的成功仅仅依赖于比对手更灵活、更精明，那么，这些企业就更有可能在效率主导型的高度竞争行业中取得一席之地。在执行效率上超越对手当然是个好办法，但如果没有难以复制的专有流程为基础，这个策略就不足以成为可持续竞争优势。

在我们归纳的虚假护城河中，CEO 的才能排在第 4 位。一个卓越的管理团队也许可以让企业运行得更顺畅、更出色，如果其他一切条件都相同，你肯定愿意拥有一家由一大群天才管理的企业，而不是一家由一大帮失败者运营的企业。不过，仅仅拥有一个超凡脱俗的天才管理者，绝不等于拥有了可持续的竞争优势，其中的原因是多方面的。一些关于独立分析式管理决策影响力的研究结果表明，管理对企业绩效的影响并没有我们想象的那么大，其影响力位于行业控制力和其他多种因素之后。其实，这不难理解：**绝大多数情况下，个人给大规模组织带来的实际影响都是有限的。**

更重要的是，我们在挑选优秀管理者的时候，不可能预知未来会发生什么，因为个人的未来本身就是很难预测的。因此，在识别经济护城河的时候，首要目标就是了解我们对企业未来绩效抱有的信心是否理性。管理者总是来来往往，尤其是在当今的市场环境下，雇用一个超级明星 CEO 可能在一夜之间就能让企业价值暴涨几十亿美元，因此，高管的更迭早已成为企业创造价值的秘诀。那么，我们怎样才能知道：一个背负了我们对企业未来全部希望的天才管理者，3 年之后还能不能和我们并肩作战呢？一句话，我们根本就不能指望这个（第 10 章将进一步讨论管理问题）。

最后一点，我们还不得不承认，评价管理者的时候，更多地还需要后见之明，事先就能作出恰当评价的可能性微乎其微。不妨回忆一下那些曾冉冉升起，而后便销声匿迹的管理新星，这样的例子不胜枚举。

思科系统公司的 CEO 约翰·钱伯斯 (John Chambers) 和前安然公司董事长肯尼斯·莱 (Kenneth Lay) 之间，现在看来自然是有天壤之别。所以说，我们很少会在商业媒体上看到“未来 10 年的管

巴菲特护城河-aiden-修改.indd 24-25　2019/3/14 星期四 10:13:48

思科系统公司 CEO 约翰 · 钱伯斯 (John Chambers) 说：
“思科的技术是开放的平台，而竞争可使企业精兵简政。以只要你有能力，思科欢迎来自各个方面的竞争。”

理奇才”之类的预测。相反，我们能看到的，无非是回顾总结性的调查和研究，而它们也都无一例外地假设：公司的财务状况和股价的表现基本受制于 CEO 的能力。很多以评价业内同行为主题的高管调查也无法摆脱这样的偏见。

真正的护城河

如果说优质产品、高市场份额、有效执行和卓越管理都不是值得我们信赖的护城河标志，那么，我们应该寻找的到底是什么呢？请看看下面这些：

- 企业拥有的**无形资产**，如品牌、专利或法定许可，能让该企业出售竞争对手无法效仿的产品或服务。
- 企业出售的产品或服务让客户难以割舍，这就形成一种让企业拥有定价权的**客户转换成本**。
- 有些幸运的公司还可以受益于**网络经济**，这是一种非常强大的经济护城河，它可以把竞争对手长期拒之门外。
- 有些企业通过流程、地理位置、经营规模或特有资产形成**成本优势**，这就让它们能以低于竞争对手的价格出售产品或服务。

根据我们在晨星公司的实践经验，这四大特征体现于绝大多数拥有护城河的企业，以它们为过滤器，就可以引导我们在成功的道路上一往无前。我们对全球数千家公司在过去几年中的竞争地位进行了深刻分析，经过千锤百炼，我们最终通过一个超大型

巴菲特护城河-aiden-修改.indd 26-27　2019/3/14 星期四 10:13:50

巴菲特的护城河

数据库提炼出了这四大特征。

这个识别经济护城河的架构不同于以往评价竞争优势的模型。我们认为，有些企业确实比其他企业优越——因而更适合于被定义为“更有可能创造出可持续的高资本回报率”，这也正是需要你耐心寻找的特征。因为有了它们，你就能从众多企业中找到那家能给你带来财富的好企业。但在我们阅读行业或经营战略方面的论著时，却很少能听到这样的信息，其中的原因很简单。

大多数研究竞争优势的学者，只是在向企业管理者兜售自己的理念，因此，他们自然要关注于企业可以用来改善或维持竞争优势的通用战略。他们希望自己的理念能尽可能地适用于各种场合，因而我们更有可能看到这样的语句：“只要遵循这些原则、战略和目标，任何一个企业都能做到出类拔萃。”

当然，如果你是一个想改善企业绩效的强硬派企业高管，它们自然可以让你受益匪浅。如果你想把自己的战略专著卖给这些管理者，它们同样也可以派上用场，因为积极的信息和放之四海皆准的原则，肯定能说服更多人接受你的观点。但是，这么直截了当地归纳一个好企业的特性，对于不具备这些特征的企业，其管理者自然难以接受，更不用说欢迎了。

但作为投资者，当管理者想方设法地呵护企业穿越枪林弹雨的市场竞争时，我们却不能一门心思地想当然。相反，我们可以对投资全景进行全方位调查，寻找显示出经济护城河迹象的企业，把精力集中到那些最有希望的对象身上。如果某些行业拥有比其他行业更具结构性的吸引力，那么，就可以在它们身上多花点工夫，这样，我们发现经济护城河的概率就会大为增加。如果认为这些行业都不具备吸引我们的竞争特点，完全可以一带而过，统统放弃。

在投资者寻找具有经济护城河的企业时，首先要知道：**当具有竞争优势的企业出现在我们面前时，如何不失时机地识别它们，而不在乎企业的规模大小、历史长短或是所属行业。**“关注核心优势”之类泛泛的原则根本就无济于事，因为它们几乎适用于任何企业，因而也就无针对性可言。而我们需要的是一套具体的标准，帮助我们把那些拥有竞争优势的企业与其他没有竞争优势的企业截然分开。

在《从优秀到卓越》(*Good to Great*) 一书中，作者吉姆·柯林斯 (Jim Collins) 写道：“卓越并不依条件而定。”我对此稍有保留，我认为卓越在很大程度上取决于具体环境，并首先从四大竞争优势中的某一个开始。如果你能识别企业的竞争优势，那么你就可以比多数投资者更迅速地找到绩优股。

巴菲特护城河-aiden-修改.indd 28-29　2019/3/14 星期四 10:13:50

选股箴言

1. 护城河是一个企业内在的结构性特征，而铁一样的事实告诉我们：某些企业天生就比其他企业优越。

2. 优质产品、高市场份额、有效执行和完美管理，并不会自发创造出长期竞争优势。拥有它们固然不错，但这还不够。

3. 结构性竞争优势的 4 个来源是无形资产、转换成本、网络效应和成本优势。如果你眼中的一个企业拥有出色的资本回报率以及其中的某一个特征，那么，你很可能已经找到了拥有护城河的企业。

第3章
CHAPTER3

无形资产

它们看不到，摸不着，但真的价值非凡

蒂芙尼钻石、奔驰轿车为什么这么贵?
可口可乐涨价 1 倍你会不会改买百事?
品牌、专利与法定许可会构成竞争优势，
这些无形资产就是经济护城河的第一部分。

THE LITTLE BOOK THAT BUILDS WEALTH

巴菲特的护城河

对竞争优势而言，“无形资产”这个词听起来有点捕风捉影，不过，在某种程度上来说也的确如此。从表面上看，商标权、专利权和法定许可权几乎无共通之处。但作为经济护城河，它们的作用机理在本质上是一样的——让企业在市场上拥有与众不同的地位。任何一个拥有其中之一的企业都是一个微型垄断企业，能从客户身上获取更多的收益。

另外，建立在无形资产上的护城河也许并不像我们想象的那么一目了然。品牌可能会逐渐丧失原有的光环，专利会受到挑战，而许可权则有可能被政府收回。首先来看看商标权。

热门品牌就是绩优股吗

投资者最常犯的错误就是认为一个知名品牌一定会给其所有者带来竞争优势。实际上，真理就是真理。只有能提高消费者购买意愿的品牌，或者能巩固消费者对商品的依赖性的品牌，才能形成经济护城河。毕竟，品牌的创建和维护都需要成本，如果投资不能通过定价权或重复购买等形式创造收益，那么这种品牌就无法创造竞争优势。

所以，在你下一次看到拥有知名品牌的企业，或是企业声称其品牌在特定市场内拥有无与伦比的价值时，首先要问一问：你们能否收取高于同类竞争产品的价格。如果不是这样的话，这种品牌也就不配这样的赞誉。

看看索尼，它的品牌知名度绝对是毋庸置疑的。现在，我们不妨问问自己：如果对比一下索尼的 DVD 播放机和飞利浦、三星、松下的类似性能机器，你会仅仅因为一台 DVD 播放机贴着索尼的商标而支付更高的价格吗？可能性应该不会很大——至少绝大多数人不会这样做，在购买电子产品的时候，性能和价格比品牌更重要。

现在，我们再对比一下索尼和其他两家产品完全不同的企业——著名的钻石销售商蒂芙尼 (Tiffany & Company) 和建筑材料供应商 USG。这 3 家公司的共同之处在于，它们的产品与竞争对手相比，都没有特别明显的区别。如果取下索尼的商标，它的产品和其他厂商几乎没有任何两样。如果把蒂芙尼的钻石从蓝盒子里取出，你根本就分不清它到底是“蒂芙尼”的，还是“蓝色尼罗河”(Blue Nile) 或“波仙珠宝”(Borsheims，巴菲特旗下的珠宝店。——译者注) 的产品。至于贴着 USG“Sheetrock”商标的预制墙，更是与其他竞争对手的产品毫无二致。

但即使是规格型号完全相同的钻石，蒂芙尼也要收取高很多的价格，这其中最重要的原因是它们装在一个高雅别致的蓝色盒

巴菲特护城河-aiden-修改.indd 34-35　2019/3/14 星期四 10:13:51

在 2016 年度股东大会上，巴菲特在波仙珠宝展台当起红娘，帮助伯克希尔员工米歇尔·丹菱格成功求婚。

子里。例如，就在创作本书的时候，一颗采用白金支架、精细等级切割加工、纯净度为 VS1 级的 1.08 克拉绿色“蒂芙尼”钻石，可以卖到 1.39 万美元；而采用同等加工工艺和支架且具有相同颜色、纯净度及重量的“蓝色尼罗河”钻石，售价只有 8 948 美元。（这只蓝色盒子的确是太贵了！）USG 的情况就更不可思议了，“蒂芙尼”钻石毕竟属于奢侈品，因此，收取更高的溢价情有可原，但 USG 卖的不过是预制墙，绝对是我们看到的再平常不过的产品。此外，USG 的墙板也和竞争对手的产品没什么两样。那么，我们不妨听听 USG 是怎样描述“Sheetrock”的：

……防火石膏芯板，外层包着 100% 可回收自然材质的面纸，背面为 100% 可回收的内衬纸。面纸在长边形成褶皱，用于加强和保护芯板，边缘采用角切，表面经过平滑处理。面板长边成锥角，便于联结加固，并采用 USG 专用的“内表面系统”予以掩盖。

现在，我们再比较一下其他厂商的预制墙产品介绍：

……防火石膏芯板，表面为 100% 可回收自然材质的面纸，背面为坚固的内衬纸。面纸在长边形成褶皱，用于加强和保护芯板，边缘采用角切，表面经平滑处理。面板长边成锥角，便于联结加固，并且采用联结合成系统予以掩盖。

两个介绍没有任何区别——几乎可以说一字不差。但

巴菲特护城河-aiden-修改.indd 36-37　2019/3/14 星期四 10:13:52

巴菲特的护城河

“Sheetrock”一般要收取 10% ~ 15% 的溢价，因为 USG 对建筑业来说举足轻重，而且它的产品也以耐久性和高强度而著称。

如果一个企业仅仅凭借其品牌就能以更高的价格出售同类产品，那么，这个品牌就非常有可能形成一个强大无比的经济护城河。拜耳制药公司 (Bayer) 的阿司匹林就是一个例子。尽管在化学成分上与其他阿司匹林完全相同，但拜耳的价格是普通阿司匹林的 2 倍。这就是品牌的力量！

当然，一种普通商品仅仅因为品牌就变得异常强大，确实是一种极其罕见的情况——大多数品牌的力量还是源于产品品质的不同，比如可口可乐、奥利奥饼干或梅赛德斯－奔驰汽车。对这些产品而言，品牌的价值在于它能减少客户的搜索成本，但未必能给企业带来定价权。换句话说，只要看到一瓶软饮料上贴着“Coke”标志，你就知道它的味道怎样，只要是戴姆勒生产的汽车，你就可以认为这是一部经久耐用的豪华型汽车，但可口可乐并不比百事可乐贵，梅赛德斯－奔驰的价格也不比宝马高。

虽然可口可乐和百事可乐的价钱一样，但它们的口味却不同。奥利奥和 Hydrox 曲奇也是如此。尽管梅赛德斯－奔驰的价格并不比类似汽车高，但它总能让客户相信自己的产品完全配得上这种品牌所传递的优质和耐用的美誉。不过，生产一部更耐用的汽车，肯定要多花点成本。所以，我们很难保证梅赛德斯－奔驰能借助品牌享受成本优势。

对以品牌为基础的经济护城河来说，最大的危险在于，品牌一旦失去魅力，企业也就无法再收取溢价了。例如，卡夫 (Kraft，引领全球的品牌食品和饮料制造商，旗下现有果珍、麦斯威尔、太平、奥利奥、乐之、趣多多、鬼脸嘟嘟、富丽等知名品牌。——译者注) 一直在干酪市场上处于绝对领导地位。但是当一些杂货店纷纷推出自有品牌的产品时，消费者突然意识到，他们还可以按更低的价格买到同样的东西——加工乳酪就是加工乳酪，它不可能有与众不同之处。

归根结底，尽管品牌可以带来长久的竞争优势，但最关键的并不是品牌的受欢迎程度，而是它能否影响消费者的行为。如果消费者仅仅因为品牌就愿意购买或是支付更高的价钱，那么，这就是经济护城河存在的最有力的证明。但很多拥有知名品牌的公司，也不得不为实现盈利而苦苦挣扎。

专利权律师开的可都是好车

通过法律手段保护自己的特权，彻底禁止竞争对手销售你的产品，这样不是更好吗？这就是专利权的问题。虽然它可以成为经济护城河最有价值的源泉，但这样的竞争优势，往往不会像你想的那么长远。

首先，专利权是有期限的，一旦到期，只要有利可图，竞争就会接踵而来，这一点毋庸置疑 (对此，几乎任何一家大型制药公司都有切肤之痛)。尽管通过法律程序有时也能成功延长产品受专利权保护的时间，但仔细想想，要找到一大群律师帮你打赢这场官司，也不是一件容易的事——除非你本人恰好精通知识产权法。

此外，虽然专利权是不可取消的，但却是可以受到挑战的，专利权带来的利润越大，就会有越多的律师想方设法攻击它。例如，很多小型广普药品公司会向大型制药公司业务核心的专利权发起挑战。也许只有 1/10 的机会取得成功，但哪怕是这一点点的成功，

巴菲特护城河-aiden-修改.indd 38-39　2019/3/14 星期四 10:13:52

对它们来说就已经足够了，因为回报太诱人了，不仅足以弥补它们为此付出的代价，还会鼓励它们继续挑战下去。

总之，一定要当心那些把利润建立在少数专利产品基础上的企业，因为一旦它们的专利权受到挑战，就有可能给企业带来严重损失，而且这样的挑战是很难预测的。专利权要形成名副其实的可持续竞争优势，唯一的条件就是企业不仅要拥有历史悠久的创新传统，能够让投资者完全有理由相信它的创新能力，还要拥有一大批专利产品。以 3M 为例 (全称 Minnesota Mining and Manufacturing，明尼苏达矿务及制造业公司，创建于 1902 年，总部设在美国明尼苏达州的圣保罗市，是世界著名的产品多元化跨国企业。——译者注)，它在几百种产品上拥有数千项专利，著名的制药公司默克 (Merck，全美最大医药福利管理公司。——译者注) 和礼来公司 (Eli Lilly，一家总部设在美国印第安纳波利斯的全球性制药公司，1876 年由药学家 Eli Lilly 创建。——译者注) 也是一样。多年来，这些公司不断推出新的专利产品，以往的成功足以让市场相信：现有的专利产品注定要被新的专利产品所替代。

品牌的作用在很大程度上近似于专利，因为它们也常常会让人们感到，自己拥有无与伦比的竞争优势。但是，它们也是诠释资本本质最经典的教科书——资本的归宿，就是要寻求更高的回报，也正是出于这个原因，品牌才更容易受到攻击。在晨星，我们通常认为，**只有那些拥有多种多样专利权和创新传统的企业，才拥有护城河。**有些公司把未来完全寄托在某一项专利产品上，它们对未来的预期无比美好，听起来似乎让人热血沸腾，但冷静下来，也许会让你心生疑虑。不过，它们有时确实能如愿以偿。

不要在一棵树上吊死

能创造持久性竞争优势的最后一种无形资产是法定许可，它让竞争对手很难甚至不可能进入你的市场。通常，只有在企业需要通过审批后才能从事经营的情况下，这种优势才能发挥到极致。不过，它却无法借助经济监管左右产品价格。我们可以比较一下公用事业收费和制药公司的产品定价。在未经批准的情况下，两者都不允许向消费者出售产品 (电力或药品)，但管制机构可以决定公用事业的收费水平，而美国食品及药物管理局 (FDA) 却不能对药品价格指手画脚。因此，制药公司的利润让公用事业不胜感慨，不过这也不值得大惊小怪。

简而言之，**如果能找到一家企业，它可以像垄断者那样进行定价却不受任何管制，那么，你很可能已经找到了一个拥有宽护城河的城堡。**

债券信用评级机构就是一个典型示例，它们把管制优势放大到一种近乎垄断的地位。在美国，要取得对发行的债券进行信用评级的资格，首先必须获得“美国特许统计评级机构”的认证。因此，任何一个想进入这个市场的潜在竞争对手都知道：要参与这个市场，必须经过一个冗长的官方审核过程。这样说来，不管债券信用评级机构的利润有多丰厚，都不足为奇。例如，穆迪公司的“投资者服务”(Investor Services) 业务的利润率居然超过 50%，(你看准了，这可不是印错了数字，事实确实如此！) 而资本回报率竟然达到了令人难以置信的 150%。

即使不做债券信用评级，你也一样能够通过法定审批享受到竞争优势的美妙。看看老虎机行业，它们与债券业务可是相距

巴菲特护城河-aiden-修改.indd 40-41　2019/3/14 星期四 10:13:52

巴菲特的护城河

十万八千里。你也许会想，政府对老虎机实行严格管制，保证不让赌场利用这些机器占到超过限额以上的任何便宜，让那些唯利是图的小人，无法利用机器肆无忌惮地满足个人私欲。因此，厂商也许要破费一大笔，否则很难获得制造和销售这种老虎机的许可，但如果失去这种许可的话，剩下的恐怕就只有灾难了。业内曾有一家名为 WMS 的小型工业制造商，2001 年由于一次软件故障就被暂时取消许可，这让它损失惨重，足足用了 3 年时间才恢复元气。

即便如此，过分繁冗的许可管制，还是让美国的老虎机行业始终只有 4 家厂商，多年以来，人们就没有看见过新面孔。你也许想过，只要老虎机生产业务还有这么高的盈利率，完全可以利用类似 WMS 这样的情况乘机打入市场，但这样的事情从来没有发生过，部分原因就在于严厉的行业管制。

提供高等教育学位的企业，如斯特雷尔教育集团 (Strayer Education) 或阿波罗集团 (Apollo Group) 也需要经过法定许可，亦称“认证”。美国的认证是多层次的，但是要得到最有价值的认证——可以让学生把学分轻易转到公立大学，却难于上青天。

拥有认证本身就是一种巨大的竞争优势，因为获得认证的学校提供的学位肯定比没有获得认证的学校的学位值钱得多。此外，只有获得认证的学校才能接受联邦政府提供的助学贷款，因此，对大多数非主流教育机构来说，这些特权都是巨大的收入源泉，而潜在的竞争对手也只能望洋兴叹。从根本上说，在这个利润丰厚的行业里，如果没有得到认证，根本就谈不上与现有机构展开竞争，而认证的授予方却只有政府管制机构，这事实上就形成了一种垄断。

穆迪信用评级公司、老虎机制造行业以及营利性教育机构，都是借助于单一许可获批准而形成持续性竞争优势的例子。但这种护城河未必依赖于某一项重大许可，某些情况下，一系列小规模但难以获得的许可，也能挖出一条同样宽的护城河。

在这个问题上，我最喜欢的例子就是被我称为“NIMBY”(Not In My Backyard，意为“只要别发生在我家后院”，引申为我们认为正确，但出于个人利益却不愿去做的事。——译者注) 的公司，比如说垃圾场和采石场。有谁希望在自己家附近建一座垃圾场或采石场呢？肯定不会有人愿意，这就意味着，现有垃圾场和采石场，本身的价值就很宝贵。因为得到新建垃圾场或采石场的审批近乎不可能。

垃圾和砂砾，这听起来的确不够刺激，但这种貌不惊人的审批许可，却能造就出一条持续恒久的护城河。垃圾搬运和采石之类的企业要获得许可，需要经过几百家市政机构的审查，而它们又不可能像其他单一许可那样，在一夜之间全部变成废纸。

对于废品管理公司 (Waste Management) 和沃尔肯材料公司这样的公司来说，地方管理机构批准的垃圾搬运和采石许可之所以能给它们带来价值，是因为垃圾搬运和采石业务本身就属于地方性业务。谁也不能在把垃圾搬运到几百英里外之后还能赚到钱，也不可能用卡车把石料从四五十英里外的采石场运到市场后，一点也不涨价 (垃圾本身就很重，石料就更重了)。因此，拥有地方许可的垃圾场和采石场，在行业里创造出一重重的微型护城河。

我们再对比一下垃圾处理业、采石业和另一个拥有强大 NIMBY 特征的行业——炼油业。几十年以来，尽管美国没有新建一家新炼油厂，而且地方政府对现有炼油厂的扩建审批也很严格，

巴菲特护城河-aiden-修改.indd 42-43　2019/3/14 星期四 10:13:52

巴菲特的护城河

但整个行业的状况远不及垃圾处理业或采石业。原因很简单：精炼汽油拥有更高的价值重量比 (value to weight ratio)，而且可以通过输油管实现廉价输送。

因此，如果一家炼油厂试图在某一地区的市场上提高油价，其他地区的炼油厂马上就会把汽油源源不断地输送到该地区——只要有钱赚就行。由此可见，虽然在汽油定价中存在地区性差异，但就总体情况而言，大多数炼油厂的资本回报率也只能勉强达到 10%，最多也就是 10% 多一点，而采石和垃圾处理业就不同了，多年以来，它们一直稳定保持着近 20% 的资本回报率。

无比坚固的护城河

尽管无形资产看不见摸不着 (我也不能从货架上取下品牌或专利权给你看)，但它们绝对是最有价值的竞争优势来源。**在评价无形资产时，最关键的因素，还是看它们到底能给企业创造多少价值，以及它们能持续多久。**

一个不能带来定价权或促进客户购买力的知名品牌，不管人们对它有多熟悉，都不具有竞争优势。而不能创造高资本回报率的法定许可，比如说炼油厂，也并非那样具有价值。另外，一个脆弱无比、经不起任何挑战的专利组合，无论是因为缺乏多样性，还是缺少后续的创新，都不可能为企业构筑起坚固的护城河。

但是，如果你找到了一个能带来定价权的品牌，一个限制竞争的法定许可，或是拥有一整套多样化专利权和悠久创新历史的企业，那么，你就找到了拥有经济护城河的企业了。

选股箴言

1. 受欢迎的品牌未必总是赚钱的品牌。如果一个品牌不能吸引消费者多掏钱，它就不可能创造竞争优势。

2. 虽然拥有专利权是一件美妙的事，但专利律师绝不是省油的灯。法律上的挑战是专利护城河最大的威胁。

3. 管制可以限制竞争，如果政府愿意出面保护你，这难道不是好事吗？最坚固的法定许可构筑起来的护城河，源于一大批看似不起眼的法规，而不是一项朝不保夕、说变就变的重大法规。

巴菲特护城河-aiden-修改.indd 44-45
2019/3/14 星期四 10:13:52