

好价格买好公司

如果用一句话概括巴菲特和芒格的投资决策，那就是“好价格买好公司”。

所谓好价格，是说便宜的价格。最好是市值远低于内在价值（以后再聊），实在不行，合理的估值也可以接受。关键是找到好公司。一个成长中的好公司，当前合理的静态市盈率，就是低估的动态市盈率（Forward PE）。

那什么是好公司？在我眼里，好公司满足四个条件：（1）不需要外部融资；（2）能保持较高的 ROIC（投入资本回报率）；（3）能持续增长；（4）积极回馈股东。

在这些条件中，（2）和（3）说明公司处于一个有发展空间的行业，且在该行业中有独特的竞争优势（护城河）。这是投资研究通常最关心的两个方面。

但（1）和（4）也很重要。首先说（1），好公司不需要持续的外部融资。外部融资大致有两种方式，权益融资和债权融资。前者简单说就是卖股份，而后者是向银行借钱或发行债券。如果一个公司经常需要外部融资，不管用哪种方式，都说明不是好公司，或者说不够好。

举个例子，假如你的一个朋友创业，而你是财务投资者，你投入 100 万，拥有 10% 的股份。如果公司业务很快进入正轨，业务持续扩张，但不需要股东继续投资或向银行借款，而是依靠公司自身产生的现金流。同时，你朋友从第二年就开始分红。这些都说明你朋友创办了一个好公司，而你的投资让你躺赢。

如果情况恰恰相反，公司第二年就需要再次融资。你朋友说，公司前景光明，但是你再投 50 万吧。你会怎么想？你会开始担心。

或者，你朋友没有求你继续投钱，而是抵押公司资产，向银行借了一笔。你知道以后，同样也会担心，因为公司风险变大了，因为你血本无归的概率变大了。

再说条件（4），公司赚钱的终极目标是给股东分红。虽然成长初期不必分红，因为利润再投资的长期回报更高，但是一旦发展到成熟期，现金流超过再投资的需要，同时再投资回报率开始低于市场平均水平，公司就应该开始分红或者回购股份。

否则，如果持续把利润投入到低回报的项目，重视规模扩张而不是股东回报，那么结果是在微观层面损害股东利益，在宏观层面错配金融资源和毁灭价值。

回到上面的例子，如果你朋友把公司创办起来后，虽然每年都有利润，但从不分红，利润全部用于扩张。虽然你也希望公司成长，但你发现公司的新业务都面临激烈竞争，都处于内卷严重的行业。你发现公司毛利率在下降，但是你的朋友仍然乐此不疲，因为公司产值规模在扩大，公司搬进更豪华的办公楼，你朋友成为当地政企精英朋友圈的一员。而你开始担心，担心你朋友和你并不是一条心，担心你的投资可能没有现金回报。

你的这些担心，无论是担心血本无归，还是担心大股东利益不一致，都有道理。而在二级市场买股票，本质上是做陌生人的财务投资者，更应该有这样的担心。只是股票可以随时卖出，给人虚假的安全感，让人放松应有的警惕。也因为如此，二级市场整体估值偏高，投资者整体上承受的风险也偏高。

而好公司，因为连神经敏感的投资人也能安心持有，所以应该享受更高的估值。所以投资者应该知道，如果想在正常的市场买好公司，就不该期望白菜价。绝大多数时候，白菜价的背后大概率就是白菜，甚至是菜心腐烂的白菜。

更合理的期望是，在正常的市场，以合理的价格买好公司。

当然，市场偶尔会发神经，向投资者报出荒唐的低格。这种机会通常发生在危机时期，发生在投资者对坏消息过度反应，发生在投资者无差别地厌恶、规避某类股票的时候。

周末看到一个段子，说外国机构投资者现在遵循 ABC 原则，ABC 表示 Anything But China. 除了中国概念什么都可以。对于众多中国的好公司，这意味着什么？

只是当好机会出现时，人们通常会被市场的低价吓到。人们会用下跌的股价“验证”最悲观的预期，让白菜价买好公司的机会溜走。（2023.12.26）