

高瓴旧将李岳：谈研究框架和投资机会

20211016

我们从今年开始成立了这家新的资产管理机构，叫浑瑾资本。

我们总体的长期愿景，概括就是两句话：第一个，我们希望打造一个比较高级的品牌，“高级”的意思是一种有格调的，包括我们希望我们投的公司、去研究的这些对象、选的这些人才都是有一定的品格的。同时我们也希望通过自己的深度研究，能够帮助我们投的企业有一个比较好的发展。

第二个，我们是希望打造一个有生命力的组织，“有生命力”的意思是，我们更看重生长的过程，并不是一个静态的，而是希望能够不停地生生不息，不停地迭代，包括我自己和我的更年轻的同事，能够不停地提升自己和迭代自己。

总体概括下来，我们对于投资的基本哲学，可以浓缩在三个方向：

第一个就是辩证法，我们大量用了辩证法的思考模式。

我举个简单的例子，比如说事物的对立统一性，它讲的一个基本的道理，就是事情没有绝对的好与坏，在好的事物中间也包含了一些坏的元素，在坏的事物里面也会包含好的元素。

古人讲的塞翁失马，所以事情是辩证发展的，也就意味着事物不会朝着一个方向简单地、线性地发展，他会有一些自我的修正机制，这个对我们来说是非常重要的。

第二个大的方向就是“知道自己不知道”，这个东西为什么非常重要？大部分人包括我们自己也在克服这件事情，就是并不知道你自己不知道这件事情。

我们希望达到的状态，永远是在自我否定的，要知道自己并不拥有所有的东西。所以无论是今天我们有的，过去投资成绩，包括我们今天讲的所有投资框架和方法，我们都要有勇气随时把它推倒，从我的内心来说是没有障碍的。

第三个，也很重要的，就是事物的主要矛盾。

怎么理解？每一件事物里面包含的信息都是 100 个点或者更多的点，但是驱动事物发展的关键的因素往往就一个点，有的时候可能是两个点。

这个东西非常重要。

我经常会问一句话，人能不能两次踏入同一条河流？从正方的角度讲，肯定是可以的了，但是反方的观点就认为是不可以的，因为你的时间和空间都在发生变化。

我们做事的一些基本原则：

第一个，叫能力决定边界。我们这家公司很多东西是不投的，也跟大家讲得非常明确。

因为我们的一个基本的理论就是，我们投资的这些方向，并不是由市场机会决定的，因为哪里都会有非常多的机会，但我们希望是我们的能力到哪，我们就做哪里的事儿，而且我们做的这个事情是肯定要努力做到中国最好的，所以我们可能把自己的时间精力能力都聚焦在一些少数的东西上面。

第二个，在今天这个市场里面，最重要的不是你要做什么，而是你不做什么。因为这个世界信息非常多，诱惑也非常多，聪明人的选择也非常多，所以知道自己不要做什么，比知道自己要做什么更重要。

当然，还有一些别的，包括做一些难而正确的事情，我们自己在组织的打造过程中，走了相对比较难的一条路。

这个是我们大概的基本的原则。

关于我们这个基金，我可以做个简单的介绍，用几句话来定位浑瑾到底是个什么样的公司，或者我们要投一些什么样的东西。

第一句话，我们是一个供给端的投资人。

我们会关注需求，但是我们会关注的是长期的、真正有结构性机会的需求。我们百分之七八十的时间会去研究事物的供给，也就是竞争的格局和终极的形态。因为这些事情才是穿越周期很重要的因素。

比如说现在可能经济并不是特别的好，或者像去年疫情的时候，那个时候如果你对供给的格局有非常清晰的一个认识，它会给你巨大的机会。

第二个，我们会聚焦在一些大的消费制造业，和少部分的互联网机会里面。这个是我们未来的一段时间里面希望继续聚焦的一些方向。

第三个，投第四阶段的公司。

什么叫第四阶段？所有的公司和行业都会经历四个阶段，第一阶段叫需求的爆发，一个新的东西被创造出来，但是供给不足，很多 VC、早期的一些行业，都表现出这样的特点。这个阶段里面最大的特点是鱼龙混杂，玩家很多。

紧接着可能会进入到第二个阶段，需求开始放缓，但是供给继续上升，所以在这段时间里面你会看到行业的竞争过程会发生快速恶化，盈利的能力上会受到一些压制。

然后会进入到第三个阶段，需求还是比较疲弱，但是供给已经开始收缩了，因为经过第二阶段之后，大家发现并不是所有人都能成为最后的赢家。

第四阶段就非常的有魅力了，当一个行业的需求出现了重新的驱动力的时候，但供给却被被锁死了。

所以这个阶段里面最大的优点是什么？

第一个，少数的人拿走了大部分的利润。

举个例子，大家可以回头可以看一下，2005、2006 年家电市场，我记得格力当年只赚了一两个点的净利润率，所以它是经历过第二第三阶段之后的一个低位。包括之后的啤酒生意、种种行业，都是在经历这个过程。

另外一个，高确定性。它不像第一阶段看起来机会很多，而你也不知道谁最后能赢。

第四个角度，我们要投垂直增长的公司。

我昨天还去参加了几个深圳上市公司的交流会，我们会关注的并不是一些外在的财务报表的问题。

比如说所有的公司都会经历以下几个阶段：

第一个叫垂直增长，水平不增长。

什么叫垂直增长？我们可以认为它是一种能力的提升，是一种势能的累积，有可能是来自于品牌，也有可能是来自于规模效应的这些竞争力。

水平增长更多的是一种变现，开了更多的店，拿了更多的用户，但它只是你能力外在的表象。垂直增长水平不增长，它实际上是一种蓄势待发的状态。

后来是垂直增长，水平继续增长。

第三阶段是垂直已经不增长了，公司内部已经开始出现内卷或者边际上的下降，但是还在进入一个过度变现过程。

我举个简单的例子，b 站过去两年它是从第一阶段向第二阶段转移的过程，当然还有一些互联网的巨头，今天遇到的很多的挑战是来自于过度盈利。

这个过程中，你的组织能力和你的商业模式的优势并没有那么明显，但是你过度地变现。所以财务的表现往往落后于能力表现大概 2~3 年。

回到我们的基本框架，这个是用在传统的、以基本面驱动的价值投资上面，我们简单认为有四个层次：

第一层叫做基本面的研究，这个很容易理解。比如说一个公司有 100 个点，我们要把这 100 个点都要搞清楚，所以这里面我们会做一些结构化的分析。

第二层，很多人就会遇到挑战了，很多人把研究做得很深，天天调研，蹲在别人门口，但是他跳不过第二层。

因为第二层的核心是，这 100 个点里面是什么东西在驱动这件事情发生变化，它不是一个 51 对 49 的关系，它往往是 1 对 99 的关系。

我经常举一个例子，就像朋友一样，这个人身上有 100 个点，工作好不好，家庭好不好？但他作为朋友这件事情，他只要做人够仗义就可以了，其他东西并不重要。

但是这个事情的难点是什么？当外界的环境发生变化，比如说这个人从朋友变成了同事，只是够仗义，做人够地道，这是不够的。

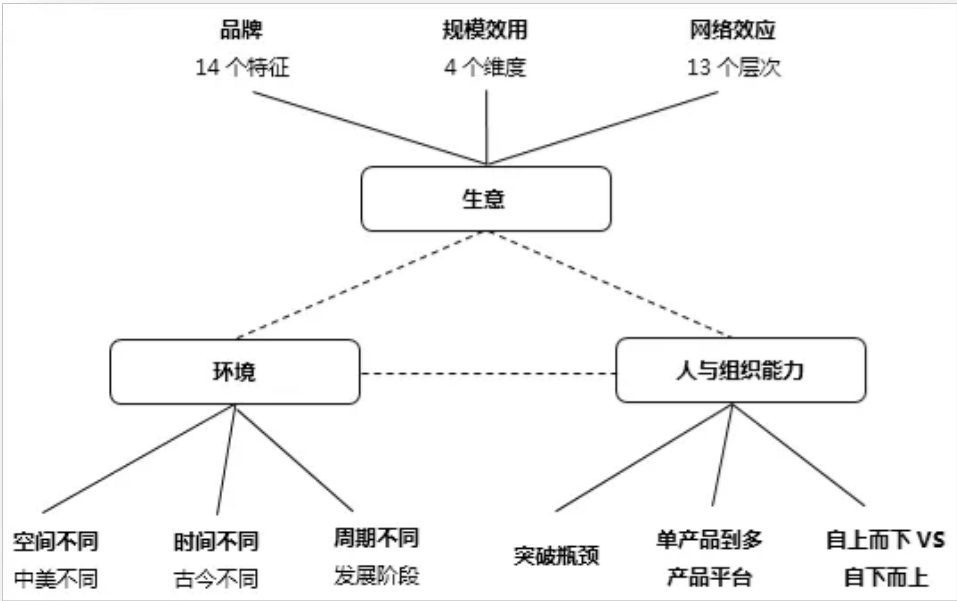
这就是在外界环境迁移的过程中，主要矛盾发生变化，这里面就会蕴含着巨大的投资机会。前两层是跟基本面相关的，第三层是跟市场预期相关的，比如说去年的基本面不好，为什么股票天天涨，所以这一层会有另外一个关系。但是我们更看重的是第四层。

讨论最后我可以跟大家分享一下，我们是怎么去做这件事的。因为你的时间花在哪，你的资本肯定是花在哪里的。

就像过去几年大家手里都有茅台的股票，但基本上没有哪只基金跑赢茅台的，那说明还是花了大量的时间，在一些这种并不那么高质量的事情身上。

所以不停地修正和聚焦，可能是长期获得好的收益的关键。

在第一层的分解里面，我们使用的一个经典框架，就是生意、环境与人的框架。



生意本质上是个宿命的问题，因为生意宿命的研究是解决有可能的终局和演进路径的问题。

这个市场里面有各种各样的生意，如果我们简单以长期的资本回报率和市场的格局集中度作为一个考核目标，这个市场在全世界最后能够成为好生意的品类非常少。

我再举一个可能比较容易懂的例子，一对双胞胎，就相当于两个公司一样，能力、家庭背景，所有东西都是一样的，但是一个人去工地搬砖了，一个人可能来到了投资行业。

如果以老板付给他的工资作为他劳动的回报率来看，你去搬砖，你的效率比别人高 5 倍，但是你想收 6 份钱，老板一定会把你炒掉，因为他请 5 个人就好了。但是为什么大家在投资的行业里面会产生巨大无比的差别，它是一个宿命的问题。

环境的本质是什么？就像中国人要喝酒，美国人要喝酒，中国人要搞新能源，美国人也搞新能源，但是因为我们环境的不同，比如说文化的不同，政治体制的不同，政策的不同，它会扭曲这个事情的发展的路径。

第三个就是人和组织的能力了，它是一个企业或者个体所能决定的事情。

在大多数情况下，胳膊拧不过大腿，好的人好的组织在一个烂的生意里面，你也很难做什么。

但是今天这件事情也是辩证的，因为我们也看到越来越多的很厉害的一些人和组织，它能够改变生意的属性。

对于这个框架来说，今天最大的挑战是什么？

跟 5 年前 10 年前最大的区别就是，你想找到一个好的生意，人也很好，环境也非常的对，这个是很难的，越来越难，所以这里面都是一个残缺的美。

好生意可能碰到个烂人，这个环境有可能还不错；要么就是人很牛逼，但是生意太烂了，怎么去做这个抉择，是非常重要的话题。

我们再往下去看，如果去研究生意的本质，长期看，什么样的生意是我们值得花时间的，什么样的生意能让我们睡得着觉，出了一点问题之后，你还更兴奋地去加仓，而不是那种你会非常操心的生意。

我们的原则有几条，但是这里面最最重要的一条，就是规模是让你变得更大，还是让你变得更强，这个是有本质区别的。

这个世界上有很多的生意，它只是变得更大。它摊子铺得很大，但是它并没有变得更强。

举几个例子，十几年前的时候，大家非常热衷于投资餐饮股票，这种中式的餐饮，当年的味千……有一堆的公司。

餐饮公司最大的问题是什么？从 1 家店变成 100 家店的时候，它能力有提升吗？没有的。

我们来想象几个问题。

中国的餐饮为什么难做？因为我们每天吃的 SKU 数量，就是所谓的品种数量是很多的，在美国不牵扯这个问题，美国人生活的比较简单。

我们天生是喜新厌旧的，我们今天中午吃的东西，我们不希望晚上吃，更不希望明天吃，所以这个过程中，从用户的角度，我们是希望它早点倒闭的，所以用户和品牌或者产品之间的距离，它其实是一个粘性非常低的生意。

第二个特点，原来做连锁化这件事情是有巨大的品牌意义的，比如说小南国，大家一提起小南国，可能就立刻想象到，比如说是上海菜，单价大概什么水平。

但是过去几年，因为像点评这样的信息平台崛起，它也破坏了这个价值，包括酒店的连锁品牌，以前你要去一个新的地方，住香格里拉还是住四季还是住如家，大家很清楚的。但是今天这个事情也被破坏掉了。

第三个，也是最重要的一点，如果看一个餐饮的成本结构，大家就会发现，它 80%的成本是与在店成本相关的，比如说门店的租金、比如说人工，随着你从一家店变成 1000 家店的时候，这些事情是没有变得更强的。

但是你会有一个负向的力量，大家知道管人很难，管 1 个店可能 10 个人、20 个人，你管到 1000 家店的时候几万人，流动率又非常高，所以你的重力极大，但是你要对抗的熵增是非常的大的，所以这种生意做大之后，地位并不会变得更稳固。

另外的一个例子就是大家原来经常提到的装修公司，中国有几万亿的市场，如果你从需求端去想这个事情，它也会有一个集中度提升，效率提升，这么多年很少有公司能够所谓的跨区域成功。

原因是因为在座的几百位同志，我们每个人的家里的情况肯定都不一样，喜欢的风格也不一样，而里面涉及的单个产品也差别很大，大到瓷砖、地板，小到美缝剂，所以它是一个极其复杂的事情。你的装修的工期又很长，管的工人的数量也非常的多，所以它是一个典型的规模增长绝对是你的敌人。

当你做到一定程度之后，你要对抗的熵增会巨大，所以我们曾经看过很多这种公司，在一个地方做得很成功，一年挣几个亿的利润，只要一跨区域，基本上都很难。

简单来说，在一个好的生意里面，可以用三个维度来定义：

第一个维度，品牌。品牌的本质是什么？同样 100 块钱的成本的东西，我为什么能卖 500？你别人卖 200，用户还不离开我，或者用户还对我的粘性非常高。

第二种生意叫规模效应，我们都只能卖 100 块钱，但是我的成本曲线可能是 90、80、75，所以长期我挣 10% 的时候，别人是没有办法赚钱的。

第三种就是网络效应。网络效应的本质是什么？随着用户的增加，你网络的价值是提升的，最简单的，就像咱们用的微信，如果你新开一个平台，你就一个人在上面聊天，那是没有意义的。

所以这个东西大概就分成这三种，我们一个个来看。

从品牌的角度来讲，举一个简单的例子，为什么有些生意可以长期获得非常高的回报率？

比如这个产品被创造出来，它的成本是 50 块钱，刚开始创造出来的时候大家卖 100，这个 a 它可能赚 30 块钱，非常好。紧接着 b 就会加入市场，b 说我就卖 99 块钱。

如果 a 和 b 之间的转移成本为 0，大家可以想象会发生什么样的事情，你所有的用户都会转移到 b 身上。所以大家会双方竞争，直到回到社会的平均回报率。

但是为什么有些生意长期能保持很高的回报率，比如说什么白酒，或者一些在工业品里面也会有粘性非常高的商品，它核心的一点就是提高了用户的离开成本。

所以我们总结一句话，任何一个公司费用率的本质都是获取用户的成本，不管你是广告促销，开了一家新的门店还是怎么样。毛利率的本质是用户离开你的成本，用户离开你的时候是有多痛苦，如果他轻飘飘的，为了 5 毛钱他就走了，基本上这个生意的结局也不会特别好。

怎么去提高用户的离开成本？包含了 5 个大的类别，14 个素质。比如说情感的属性、安全的、便利属性、成瘾属性等等。

我们举几个简单的例子，比如说在情感属性里面包含了 4 种类别，比如说自我证明、欢乐悲伤气氛的结合、社交的价值。

为什么我们是特别喜欢酒这种生意，大家都能理解它产生了很多的所谓的社交价值，但同时它也提供了一个很大的价值，就是自我证明。

比如说我们开了一瓶红酒，你很了解这个酒的历史，在什么样的情况下，它为什么会有这种口味？他开了酒，醒多长时间，要与什么样的食物搭配，它是一种自我证明的体现，这个东西很容易理解。

但是为什么中国的烈酒，白酒会涨这么大的市值，比如说中国 100 美金以上的烈酒，占了全球 95% 的消费量，是非常恐怖的一件事情。

老外这个东西情感价值也很高，我们想象一下老外的这种烈酒是在什么场景下去消费的？比如说威士忌或者干邑，一般都是餐后，在夜店或者酒吧里面，几个朋友一块去，每个人点自己的一杯，所以每个人都可以遵从自己内心的选择，你喜欢什么样的口味，什么样的品牌，什么样的价位段。

但是中国最大的不同是什么？第一，中国是围桌文化，我们是就餐喝的，吃着晚饭，几个朋友或者请客户吃饭。

在这种情况下，我们首先是一个围桌的文化。

第一，我们不会自己喝自己的，大家会分享一瓶。第二，真正的决策者是谁？往往不是你自己。

第二，

因为中国烈酒的消费的几大场景里面。比如说政务消费，请领导喝，请客户喝，还有家庭的喜宴，请你的父母喝。

在这几种里面，虽然买酒的人是你，但是你真正要取悦的人是一些客户、领导、老人家。这件事情就使得购买者和决策者实际上是分离的。

所以在重要的场合，比如说我们去一个餐厅请领导吃饭，你把餐厅的名字盖住，大家根本不知道，这瓶酒往那一摆，你放的是茅台还是普通的酒，今天你都无需多说的。

所以在共识这件事情上，是非常重要的。

这就是为什么，这么多年有很多的这种新兴的 PE 机构投了一些新兴的烈酒的公司，基本上都很难，因为你的这种挑战的对象，不是说只有茅台，从烈酒的角度来讲，都非常的难。

另外一方面比如说是不是越复杂越好？也不是的，所以如果我们想象一张图谱，最左边是葡萄酒，最右边是饮料，这个差别是什么？葡萄酒的维度是很多的，右边的饮料本质上是在解渴，所以它是功能性，功能性是很难做出差异化的。

全世界真正能长大的几个品类不是葡萄酒，葡萄酒是长不大的。新世界的葡萄酒，比如说澳洲的这些葡萄酒，它的维度没有那么多，奔富 407，它就是一个简单的代称。

再往下像威士忌，威士忌里面像单一麦芽的威士忌，消费者喜欢，但是从生意的角度来讲，它是很难做大的。

真正做大的是什么呢？像尊尼获加、干邑，它很好的平衡了规模和维度之间的关系，包括我们中国的这些白酒，所以这几个里面能出超级大公司的机会。

这就是一个简单的例子。

再举个另外一个例子，关于安全属性。

什么叫安全属性？并不是你用了就安全，而是你应该反过来想，你是不是不用会不安全。

比如说很多婴儿的产品经常会有这样的问题，就是父母决策者和使用者是分离的，但是使用者并不会告诉决策者，我用了舒服还是不舒服。你给他换了个奶粉，他在那嗷嗷吐。

所以最后就变成奶粉科技本身 40 年是没有任何迭代的，非常稳定，但是你去看看全球的这些奶粉公司大概可以赚到二三十个点的净利润率，而且格局非常稳定，就是因为用户的迁移成本非常高。

再比如说一个小的例子，比如说女生用的化妆品，护肤和彩妆的命运差别非常的大，因为护肤要贴合你的皮肤，所以护肤用户的忠诚度要高很多，彩妆就像每天换的衣服一样，它是没有什么心理障碍的。

护肤里面又分成了三种，比如说补水、美白、抗皱，所有的高端产品线全部是以抗皱和精华作为最核心的产品，因为你的证明时间是很长的。

这些素质都会导致，面对新的挑战者，这些公司是很难被挑战的。

所以如果我们去投资一个不变的生意，比如说我们刚刚讲的抗皱，这些顶级产品线基本上就在四大化妆品公司手里面，没有什么新的品牌出来。

但是另外一个极端，如果你投资于变化，比如说彩妆，每隔三四年就会洗一排，今天你是别人的挑战者，有一天你也同样会被别人所挑战。

所以很多上市公司或者一些公司，今天的走势，从它第一天做选择的时候，已经是注定的，事情不会因为人的意志所发生转移，只会因为你的人比较厉害之后，你可能会给他续命或者拖延这个时间。

在这里面不光是好的一面，还有很多不好的一面，也是很容易做选择的。

比如说有一家非常有名的坚果公司，当年也是非常火爆，PE 市场、VC 市场很多人扎堆去投这个公司，其实这个公司故事已经讲了很多轮了，它的商业模式一直在发生变化。

但是最大的问题是什么？距离原材料近这件事情是一个天生的弱点，原因是因为你没有办法产生差异化，更何况中国大部分的农产品都是来自于进口。

当你做成一个规模化公司的时候，你天生先高 20% 的税，因为小的时候你可以搞一些桌面底下的交易，但是一旦你做大之后，你会发现你的成本天然就比别人高，这种生意如果你投了就非常的痛苦。

不光是传统的消费品品牌里面会有这样的问题，在很多工业产品，包括制造业里面，我们也看到了很多这样的机会，制造业并不是一个简单的，只是拼所谓的规模成本、规模效应的生意。

在这里面，为什么核心的零部件和一些很核心的驱动系统的东西，到今天还是外国这些上百年的公司所把控的。

比如说在工厂里面用的驱动器、伺服器这些东西，现在大部分的份额还是在像 ABB、西门子这种百年企业的手里。

原因很简单，你做一个工厂可能投几个亿进去，但是控制系统就像工厂的大脑一样，它可能就两三千万一套，但是万一要出了问题，它是一种生产资料，你这工厂突然停上几天工，你这个损失得多大啊。

在历史上，下游对过去很稳定的产品，比如 ABB、西门子的产品，有非常高的忠诚度，它的迁移成本太大了。所以很多企业在攻克城池的过程会非常难。

但是好处是，如果环境的变化给了我机会，我上去之后，别人打我也很难。这里面会有非常多的机会，包括在制造业里面，也有非常多的机会。

看待好生意的第二个维度叫做规模效应。

全世界的规模效应只有四种，大家可以把身边的生意、自己投的公司去套着看一下。

第一种叫做全局规模效应，即随着整体规模的增长，成本费用率曲线下降。典型的例子是过去的零售公司，如沃尔玛、家乐福、京东，规模增长带来采购成本不断下降。

第二种叫区域规模效应，跟全局的采购没有太大的关系，比如有一家光伏公司，市场份额非常大。我当时跟分析员们讨论，大家都觉得规模大，一定有规模效应。

规模效应来自于成本。最大的成本要么来自于大宗商品，要么是像中石油、中石化这样的公司，怎么会有全局规模效应？不存在的。

但是那个公司是典型的区域规模效应，它有较短的运输半径，在一些运输成本占比比较高、有保鲜度的要求的生意中比较占优势。

比如水泥、啤酒这些生意，都是有这样的特点。它在 A 地方成功，并不代表在 B 地方一定能成功，但是在 A 地方成功之后，优势会扩大得越来越明显。

第三种叫库存规模效应，库存规模效应的本质是产品的 SKU，即品类非常多。比如迪卡侬，迪卡侬的产品是非常多，可以多到几万种。但是它极其长尾，因为真正动销的就可能一两千个，但是如果没剩下的东西，会非常影响购物的体验。

这种公司在全世界有很多变种，比如我们当年看过一个美国做灯具的公司，灯具 to C 是很难做的，真正最厉害的是做 to B 的。

这家美国灯具公司涉及的灯具种类很多，在一个区域里面，能对几千种单品都有足够的备货，所以大家对于公司的粘性会非常高。这家美国灯具的公司在过去 10 年涨了十几倍，这个是在一家美国上市的一家公司。

第四种叫单人规模效应，单人规模效应往往是服务成本比较高、人工成本占比比较高的生意，比如外卖。

同样的外卖员在 A 平台一天能做 50 单，在 B 平台做 20 单，每一单的盈利上会有巨大的差别，这些方面都会构成竞争力。

第三个维度叫做网络效应，网络效应这个词也经常被大家提及，任何一个节点的加入都会带来网络价值的提升。

但是里面层级会差别很大，最内圈的叫直接网络效应，比如说大家都有电话了以后，联系所有人都会变得更方便，它对网络价值提升是有很大帮助的。

但是它有一个典型的特点:有 A 不会有 B, 你不可能装两套系统。

第二种比较外圈一点的叫双边网络效应, 双边网络是卖家增加, 买家也会增加。比如淘宝, 淘宝上的卖家越来越多, 买家买到的几率就越来越高, 买家越来越多, 更多的卖家也愿意去开局。

但是双边网络最大的问题在于卖家和买家都可能会开第二个局。有些公司把盈利过度挤压之后, 网络效应没有增强, 就会催生第二平台或第三平台的崛起, 这里面就有很大的投资的机会了。

再举一个很简单例子叫做渐变网络效应, 渐变网络效应是线性发展的, 比如滴滴打车, 20 分钟的等待和两分钟的差别是很大的, 但两分钟和一分钟差别不大。

渐变网络效应的公司, 如果不能好好提高自身的价值, 一旦有一件不好的事情的时候, 第二个局、第三个局会被打开。

第一种具有赢家通吃的特点, 第二种和第三种则都是赢家可以拿走大部分利润。你看腾讯在微信做了这么多的尝试, 为什么腾讯能用这么低成本测视频号、测各种公众号广告, 核心是用户的离开成本很高, 它是在一个网络效应的核心层。

所以我们在投一家公司的时候, 应该清楚我们所冒的风险到底是什么。我们要了解生意的本质, 全世界林林总总的生意有上百种, 但实际上最终值得我们去研究和投入时间的, 可能就十几二十种。

在不同的环境里面, 这些生意本身也会发生扭曲, 我们会分成三种情况, 第一种叫空间不同, 比如同样的东西在中国和美国表现形式不一样。第二种叫时间不同, 在时间轴上去移动。第三种叫周期不同。

第一种怎么去理解, 我举个简单例子, 比如说百威英博, 全球最大的啤酒消费品公司之一他可以赚多少钱? 它的净利润率大概 40%, 而且份额和格局非常的稳定, 基本上跟我们的五粮液茅台的盈利能力差不多。

原因是什么? 啤酒这个生意, 它既有酒的特点, 又有饮料的规模效应, 对于整个通路的规模效应的利用率也是很高的。

在啤酒的竞争里, 基本上有一家占 60% 的份额之后, 第二名是没有办法赚钱的, 全世界的盈利差别是很大的。

盈利能力只跟两个东西相关, 第一个是跟你的价格相关, 第二个跟你的格局相关。全世界只有 4 种盈利模式:

第一种叫做高单价单寡头, 像美国可以赚 40%; 第二是低单价单寡头, 它占八九十的份额, 比如在巴西也是可以赚到四五十;

第三是高单价双寡头, 比如澳大利亚、加拿大, 它是高单价, 它也可以赚 40%;

第四是欧洲模式，高单价，但是是混战市场，它可以赚大概 10~15%。

我们回头去看，当年中国的啤酒贡献了全球 25%的量，但是只贡献了 3~5%的利润池，因为我们以前单价又很低，竞争格局也不稳定。但是这个过程中，因为理解了的空间之间的差别，所以你会对于变化本身会非常敏感，你会很清楚什么东西在发生变化，可能会催生机会。

啤酒的故事被讲了很多年，真正的拐点是在 2015 年出现。2010 年之前，啤酒是量的提升；2010~2015 是几大巨头的一场恶战，当时百威英博大概在中国只赚一两个点的利润率。而它去年在中国是 33%的净利润率，在 5 年里面，利润率直接提了 10 倍。

而这种变化是在 2015 年发生，是以量的下降作为代表的。

所以有的时候增长不一定是你的朋友，不增长也不一定是你的敌人，量的下降反而带来了整个公司利润值的提升。

再说时间不同。比如水泥，我身边几乎所有研究水泥的人都没有抓到 2016-2021 年的这一波水泥大涨，大家都觉得它是个周期股。

水泥最大的变化就是在 2016-2017 年之后，中国对于环保、双碳、减排越来越多的关注，我们可以看到在需求的重新的爆发的过程中，供给被锁死了，你现在想去挖一个石灰石是根本是不可能的事儿。

现在是开一个互联网公司容易，还是开个水泥公司容易？肯定是开个互联网公司容易，虽然你不一定能竞争的过阿里美团。所以我们要理解同样的生意在不同的时间和空间环境里面，可能会发生的变化。

接下来要说的是组织能力，我们会更看重投资于三种类型的组织：

第一种是行业虽然不好，但是公司能够突破瓶颈的。比如说餐饮虽然并不是好，但是我们可以看到海底捞也曾经涨到成为了一个三四千亿的公司，而且这种逻辑背后的特点往往是头部“一骑绝尘”，龙头有三四千亿市值，第二名可能只有 200 亿市值。

再比如房产中介，它也不是一个容易规模化的东西，但是有人突破之后也有很多机会，比如贝壳、链家。

第二种叫做中台能力的搭建，公司既然能上市，它一定有 1~2 个很厉害的单品，但是一个单品成功之后，第二增长曲线往往是很难搞出来的。

我们曾经看过一家公司，就是广东非常有名的百丽，当时被高瓴私有化了。2007 年上市的时候，百丽的 4 大品牌占了 80%的收入，退市的时候占了 85%。

这个公司有最强的渠道、最强的管理层，但新品一个都没做出来，原因是什么？

当年，百丽收了一家公司叫妙丽，一个香港非常有调性的品牌，但是，它没有做好中台能力的搭建。比如说妙丽有一款非常好的设计，在妙丽的平台里面一年可能卖 1 万双，但是你放在百丽里面能卖 100 万双，请问老板会怎么选？

短期的好处会带来长期的不确定性。一旦做了选择之后,新品上所有的资源都可能会被吸走。

我们非常看重形成了真正中台组织能力的公司,怎么去把一次次随机的成功变成一个系统化的、更确定的、有中台能力支撑的成功,都是企业家可能要去面临的问题。

第三种是自下而上型的组织,大部分的公司都是自上而下的,老板很厉害、执行力团队执行力非常强。自上而下行的组织就像军队一样,特别适合打大会战,要全局去做布局。

但是在今天,很多领域在发生变化,需求出现了散点化,你并不知道需求从什么地方、以什么样的形式冒出来,所以要不断做测试。

这种情况下,自上而下的组织会非常焦虑,因为决策者不在一线,而从一线反馈回来的信息,到你这再反馈回去,决策周期太长,而且你并不能了解所有的需求。

所以很多自下而上型的组织应运而生,它形成了非常大的优势,自下而上的本质是什么?叫“听见炮火的人做决策”,这对于组织结构会有一次很大的重构。

所以从这个意义上讲,奈飞、头条、海底捞,本质上都属于一类公司,所以我们会沿着这条线继续寻找更多的机会。

这个背后最最本质的东西是什么?叫“员工的90后化”。大家研究过消费者或者用户90后化的特点,但是这些人也同时是供给的创造方,会给整个体制带来非常大的变化。

我们会专注于几个大的投资方向:

第一,我们坚信中国的生生不息的力量。大家收入越来越高,想过上好日子的愿望非常强烈。所以第一个投资方向还是持续的消费升级。

而且这种升级不是简单的单价提升,而是更美好的一些生活,比如健康、医美,这些都是收入提升了以后的表现,这里面有巨大无比的机会。

中国最大的优势在于有十几亿人口,任何一个市场的细分可能都比在全球所有的市场都大,所以这里面依然孕育着非常大的机会。

第二是制造业的升级。制造业的升级,从2018-2019年之后如火如荼地展开,它不光是锂电、光伏、半导体等这些先进制造业,也包含了传统制造业的升级。我举一个例子,有一家宁波的给耐克阿迪做代工的公司,这个公司从2009年到今天大概涨了160倍。

所以消费的不断升级,它反过来会推动制造业的升级。这两年的供应链出海,也是因为消费的升级倒逼了供应链的升级。

我给大家举一个例子,A股有一家公司叫恒立液压,他们最早是在国产的机器里面用,后来进入了卡特彼勒的供应链,而且达到了非常大的份额。

他们在美国，是怎么体现服务的？很简单，他说客户给我打电话，我 48 小时内让我的工程师飞到美国去解决。这件事情在美国本土的反应速度大概是 7 天。

所以我们企业内部的升级完了之后，在很多公司是有全球化的机会的。

另外，国货崛起也是一个大的方向，不光是消费品，制造业里面也在快速发生。

而且制造业里面最有意思的一件事情是，一些公司经过很长的考察期之后，一旦验证之后会有爆发式的增长。0~10 可能是用了 5-8 年去完成，但是 10~50 是一个瞬间完成的过程，增长曲线并不平稳向上，而是会有突然的爆发，所以这里面 依然有非常多的机会。

第三就是绿电、碳中和。但是我想说，光伏不只是量的提升、能源的安全。

以前在煤电时代，设备商在全球的利润值只有 300 个亿人民币，是很小的，原因是大部分的钱是被挖煤的人，即资源拥有者赚走了。

但是 5-10 年之后，光伏利润池可能会到 4000-5000 亿人民币的级别，为什么？原因是你相当于把挖煤的那部分利润池抢走了，同时它变得更加集中，因为中国 基本上代表了全球 90%，而且行业的格局已经非常稳定了。

所以很多越是不性感的、传统的生意，尤其在建筑材料里面，最后活下来的人，会活得非常爽，比如玻璃生意，环境的迁移带来了巨大的机会。

另外，互联网的出海也有机会，这是选择性的互联网的机会。比如说这两年东南亚的一家公司叫 SEA，创始人是一个上海交大的毕业的中国人，最早做的是腾讯 的游戏出海，他做代理。后来他做了一个类似拼多多的模式，又做了一个类似支 付宝的东西，所以它相当于腾讯+支付宝+拼多多。

这个公司在东南亚，过去 5 年大概涨了 20 倍。

所以一些模式在中国一旦走通之后，在全球也会有机会。我们能想的花样是很多的，我们的运营能力是极强的，包括一些游戏公司的出海，还是有非常多的机会的。

最后我跟大家做一个简单的分享：怎么做时间管理，保证我们总是能够花对的时间在对的生意上。

我们内部会用一个流程，我们的股票池大概有 300 个标的，这 300 个标的最后转化成 20 个公司进到组合池里面，一般会经过 4 个步骤。

第一个步骤叫做快速筛选，比如我们今天看一个新的公司，我们需要在 2~3 天之 内要做出判断，这个东西我们到底要不要花时间，因为我们最怕在一个贫矿连续 深耕三个月，这个是最惨的。

怎么在 2-3 天之内做出来一个相对正确的决策？我们会问自己 5 个问题：

第一个问题是空间在哪，这个行业是 3-5 倍的级别的机会，还是个 30%的机会。这个市场里面有太多的机会，很多都是短期机会好，但长期不知道，我们要的是大级别的机会。

所有的增长只有 4 种驱动力，第一个叫渗透率，第二个叫集中度，第三个叫单价，第四个叫利润池，是很容易画标签的。

第二个问题是门槛在哪里，即生意的本质是什么。我们赌的是好生意，还是一个好的人？是一个用户粘性极高的生意，还是一个规模效应的生意？我们可以把这些要素很快摘出来，重点研究这些方向。

第三个问题是为什么是现在。比如长期看啤酒是个好生意，但是有很多人 10 年前就买了，就很痛苦。

在大的周期上面，我们并不是说一定要精确到这个月、这个星期那是不可能的，但是大的时间维度上，以跨年级别的维度上，我们希望能在相对对的时间，在一个第三阶段的公司不断的向第四阶段展开的时候花更多的时间，而避免那种第一阶段刚刚转入第二第三阶段的行业。

有很多公司正在从第一阶段往第二第三阶段转，要非常小心，因为这些公司你对他迷恋的越深，基本上结局会越惨。

第四点是这个公司的锐度在哪，即看完以后，有没有什么东西让你无法忘怀。如果你说了 5 分钟，你自己也说不清楚，说明你的锐度不够。

第五点是公司有没有什么硬伤？很多公司曾经造过假，包括股权各 50%，三个人各 20、30% 的股权，这种公司就是明显有硬伤的，所以我们尽量就不要去花时间。

当第一层快速筛选做完之后，我们进入第二层。同样问这几个问题，但是深度就要深很多了。所以这种快速做测试的方式，能帮助我们相对聚焦于在一段时间里面，最重要的或者量级最大的事情。

最后我再说多说一句，我们今天讲了很多关于套路的问题，非常重要，但是不能被这个东西束缚。

回到我们最早说的的问题，获得一个长期的、可持续的、能够不断迭代自己的模式，最重要的就是要“知道自己不知道”。

对于所有的套路，我们既要有总结的能力，但同时我们也要随时去打破它的能力。

高瓴资本李岳谈投资方法论

自我介绍一下，我叫李岳，加入高瓴9年时间了。我之前在公募基金，专门从事消费方式消费行业的研究和投资。大家对高瓴也有很多了解了，我不再做一些赘述。

关于高瓴的特点，我这么多年很有体会。为什么高瓴能做的这么好？管这么大的规模？

我们整个二级市场的团队只有十几个人，而且七八个是比较年轻的新人。能保持这么高的业绩和管理规模，我觉得主要有三个方面。第一个确实我们是比较深度的，价值投资里面有很多的门派，有 deep value，所谓的格雷厄姆型的捡烟蒂型的投资人；也有只看增长的，比如说一些餐饮店1家变2家变4家，这个叫增长型的投资人。

而我们对自己的定义叫 franchise invest，本质是看供给端的，我们会花百分之七八十的时间去研究供给，研究所谓的门槛，去寻找好的生意。因为我们走的是纵深模式，跟A股传统的研究员的成长路径会不太一样。在传统的模式下，研究员做了两三年研究之后，可能做个基金经理助理，之后就是管两三个行业的一个小产品，再管大产品。这种模式当然它有它的好处，大家的市场敏感度比较高。但整个A股市场，能坚持把一个行业或者一些领域去做深的人是比较少的。

第二个我觉得是我们确实比较长期，我们有自己的一套方法论，能够很快得做很多的判断。做出判断以后，我们会把时间只聚焦在两三个领域里面，大家也知道我们公司就做三个领域：消费互联网加医药。每个行业里面我们也就投三五家公司，所以在这种情况下，我们能够跟企业家产生非常深的一些关系，也能跟企业去做很深的沟通和成长的一些帮助。

我们内部的人才架构上也是比较长期的，大家在年轻人身上花的时间非常长，跟短期的业绩挂钩的KPI不是特别多。比如我们评判的一个标准是分享的文化：你是不是真的展现出来长期的这种对公司的价值。当然像我和行业的负责人，就要对业绩负责了。

第三个高瓴一直对自己的创新要求比较高。我们最早是做二级市场的，成名在一级市场，但实际上我们从13、14年才开始做，才五六年的时间，很快做到全国第一了。16、17年我们开始做控股，从百丽、GLP这些案例为人所知；最近大家也看到了新闻：我们开始做真正的做 Venture，所以我们并不局限于一种方式的投资。

全阶段全时空的投资会产生非常大的威力，二级市场投资这些企业的竞争对手，其实都是在一级市场发生的。天天这个市场里都有人要把阿里挑战下去，把腾讯挑战下去。所以对这个东西要有全时空的理解，否则你很难去对很多的变化有深刻的认识。因为我们是全球的研究和投资，所以有很多时候要跨地域。跨时空、跨地域去理解很多事情，这是我们比较有点特点的一些方面。

第二部分：高瓴的投资方法论

第二部分我重点跟大家分享一下我们的投资方法，就是我们经常说的投资里面的四重维度，当然这是基于纯粹基本面的价值投资。

第一个维度叫信息点的收集，比如说跟公司、行业相关的有 100 个点，我们要把这 100 个点做一个收集。但这个东西其实是跟我们能不能做好投资这件事情，没有太大关系，但这只是一个基非常强的基础。

第二个我们叫做变化，它其实是发现主要矛盾的一个过程。比如影响这个公司可能有 100 个点，但是决定公司发展方向的可能就是一个两个点，这一两个点就是主要矛盾。举个不太恰当的例子，比如说一个人他是不是一个好的朋友？其他方面可以并不是太强，工作能力也不强，但是这个人特别仗义，这个人在做朋友这件事情上，主要矛盾是非常清楚的。但是这个事情的难点在于：随着时空的变化，主要矛盾可能会发生迁移。比如这个人从朋友现在变成同事了，你对他的要求可能就不一样了。

所以我们经常提到的几句话：唯一不变的是变化本身，但是辩证法的另外一面，叫我们要寻找的是变化中的不变。比如说人到底能不能同一次

两同两次踏入同一条河流？当然是可以的，但是反过来讲也不能，因为所谓的时空环境发生了变化。

我们还讲一句话：这个世界没有完美解，只有时空环境下的最优解。所以这个过程中，其实是在寻找最优解的过程。

第三个点跟市场有关，这个层面我们不强调。经常大家讲估值是艺术，基本面是科学。基本面不好也不一定会跌，但市场决定了我们的买点。

第四个层面，叫做时间分配和资本的分配。为什么我们把它提到这么高的一个高度？做投资这件事情，为什么大家会长期拉开这么大的差别？基本上所有的价值型投资者肯定都有两手茅台，但是为什么你跑不赢茅台？这是一个值得反思的问题：你到底能不能把有限的时间花费在这些有效的地方？花在真正的好生意，真正的结构性变化上。我觉得这个过程是、拉开长期差距非常重要的一个点。

我们经常用一个物理学定律来总结这四重维度，叫做超弦理论。大家都知道，电影里面也会讲：这个世界是有一维空间、二维空间、三维空间，我们生活的是个三维世界。

在这里面最重要的有两条法则：第一条法则叫做低维生物无法理解高维生物。今天我们作为三维生物是很难理解四维生物是怎么去生存的。第二个就是所有的低维都是高维的投影，三维的投影就是二维世界就是平面，平面的投影就是一个点，就是一维世界。

所以投资也是一样的：大部分人把投资理解成一个很低维的东西，但实际是非常复杂的，等会讲到我们的框架，大家可能有一些感受。

最后对这个体系做一个总结，可能比较虚，但确实也是在驱动我们自己：世界是高维的、复杂的、多样的、曲折的不可知的，所以你任何低维的、简单的、单一的、线性的、完美的思考都是危险的。但是驱动事物发展和演进的主要矛盾，又是简单和单一的。所以我们要追求包括量化，但又需要比较强的感性的认识。

第三部分：生意环境人的框架。

投资策略四维度：生意、环境、人、组织

聚焦具有长期持续的结构性竞争优势、投资回报卓越的业务模式



我们这里一个经典的提法，叫做生意环境人的框架。这个框架我们也一直在演进，试图可以套用任何一个公司或者生意。

生意意味着一定的普适性的，很多生意都有它的宿命。我这里面举一个不太恰当的例子，两个双胞胎什么条件都是一样的，但是一个人进入了金融行业，一个人去工地搬砖了。工地的这个人非常的努力，他的时效可能是别人的5倍，但是它作为一个回报率来说却不太乐观。如果他想向老板要6份工人的钱，老板肯定会把他炒掉，请5个人来把替代他。

但是如果进了金融行业，即使是一个非常不优秀的人，但是从回报的角度来说，可能是远远比搬砖的要好。这个想说明什么问题？在生意的宿命里面，其实很多东西是被注定的。

第二个因素是环境，环境怎么影响投资呢？生意是有普适应的，美国人要喝东西，中国人也要喝东西，美国人要吃，中国人也要吃，这是空间维度。时间维度就是中国人今天饿了得吃，100年前人还是得吃。但是不同时间和空间环境下会表现出不同的形式。这里面我也不用多举例子，大家应该很容易理解中美、古今消费习惯各样的不同。

环境会扭曲生意的表现的形态，但同时，环境的变化往往会创造巨大的阿尔法。

因为你必须要甄别一件事情，这个生意它到底赚的是生意的钱还是环境的钱？其实你回头想，很多行业和人其实赚的都是环境的钱，并不是赚的生意的钱，更不是人和组织能力的钱。这种状态也是可以赌的，但是我们必须要有个很清晰的认识。如果环境发生了变化，我们的观点要跟着转移才行。

第三个因素是人和组织。历史上我们会认为：生意的属性是大于人和组织的能力的，所谓胳膊拧不过大腿。我们可以看到非常多这样的案例，我们私有化百丽的时候，其实是这样子的。

当外界的环境发生变化，不太好的生意，它其实是原形毕露的。即使像盛总这样优秀的企业家，也无法扭转这个格局。

但是在这个框架之下，我们现在有一个新的观点，认为这个事情变得更立体了。

生意、环境、人，在不同的情况下，这三个要素的权重是不同的。这里面最大的变量是大家的进步都非常的，你想找到像 10 年前那样，又是好生意，环境又很好，然后组织非常牛的这种这种概率是非常低的。一般都是烂生意好人；或者好生意烂人。

你需要找到这里面的权重的不同，所以我们在三四年前开始投一些看起来并不是特别好的生意，我们认为牛逼的人和组织反过来会改变生意的属性，所以它又是个辩证统一体。

那么再往下去再看，什么是真正的好生意？这里面有几个基本的法则：第一个，时间是不是你的朋友？很多行业其实想想时间并不是很长，你必须要在某一刻之前必须要做到怎么样，我们讲叫拼缝，它必须要在某一天之前赶紧上市。这个肯定不是我们的标准，即便是在我们的一级投资里面，这也一定不是我们的标准。

第二个，是不是在越差的环境里面变得越强？这一点我觉得这是我们跟 growth 型（一般叫做增长型）价值投资的区别。但我们对行业突然放缓大幅放缓这件事情是很兴奋的，等会举到一些案例，很多都是在行业大幅放缓的时候我们去投了。比如我们去年控股格力这件事情，当时我很多人也问我，说房地产周期、库存周期都非常差，觉得这个不应该投。

但事实上，行业的需求波动是很难去预测的，比如说谁能预测到今年出这么大的疫情。只有供给端，或者说是企业的核心能力或者行业的门槛，才是真正穿越周期的。而我们发现最牛的这些公司都是在每一次行业变得更差的时候，它的份额、利润值都是大幅上升的。当下一次曙光来临的时候，它也是复苏最快的，这个时候我们的逆向投资就会启动了。

第三个，规模是不是你的朋友？你会发现很多生意随着规模的增长，它只是变得更大了，而不是变得更强了。举个简单的例子，从生意的角，单一维度来看，像餐饮、教培行业都不是什么好生意。

我们历史上从来不投餐饮，这里面有大的问题就是：随着你规模增长之后，你只是变得更大，并没有变得更强。你面临的管人的复杂的程度，方差扩大的情况是非常明显的。但是当一家餐饮店扩到 1000 家店的时候，它到底带来了什么优势？它百分之七八十的成本其实是来自于单店的成本，比如说门店的租金，人员的成本。你跟你隔壁的那家单体的店竞争的时候并不会有什么优势。你指望说 1000 家店说能采购上产生的一些优势，根本没有什么太大的作用。

因为中国的餐菜和肉的供应链是一个很复杂的系统，所谓的集采并不一定比人家去菜市场买会更便宜。包括教培的行业，为什么历史上也是这样子的？是因为教培的服务及产品，品牌是由口碑来建立的，口碑是由最差的老师来决定的。所以大部分时候随着规模的扩张，口碑是越来越差。

但是这件事情又是辩证的另外一面，为什么我们后来又会投了像海底捞？我们认为：如果所有人的值都很低，都只能搞三家店，但是有人突破了瓶颈的话，就会一览众山小。所以你可以看到海底捞将近 2000 亿的市值，（我们就说偏服务类的，不跟肯德基这种标准产品比），第二名 100 亿都不到。教培行业里面，你会看到新东方和好未来两个都是我们的重仓的公

司。比如说最近的疫情，你会发现有很多小机构都会倒闭，比如像线上化的过程，其实都是对这种龙头和寡头非常有利的一个过程。

第四个，技术的进步，对你是好事还是坏事？传统的消费品领域，通过渠道的优势，你能控制几百几千个店。但是有了天猫淘宝之后，消费者就变成了自我的决策，基本上不会受到其他的因素的干扰。这个过程当中，我们发现其实只有四五个行业的集中度变得更高了，其他的行业全部都回到它本来应该有的样子。比如说百丽的案例就很经典。

当年我们先做多这家公司，从12年开始又做空这家公司，最后在底部又把它给有化了，这里面每个阶段的主要矛盾是不一样的。当时我们看到从线下转移到线上的过程当中，鞋和服装这种生意回到它本来应该有的样子，那就是离散。

为什么是这样子？因为服装和鞋最大的特点是：第一大家对品牌不会有什么忠诚度的，大家是款式驱动的。第二个天生互斥，意思是我今天不愿意跟我昨天穿的衣服一样，也不愿意跟我的同事穿一样的衣服。这个过程中你会发现传统做服装公司的宿命都很差，就是因为它天生互斥。

在原来的百货的模式下，它有各种各样的渠道的垄断的优势，这种优势让它变得很集中。但是一旦到了线上，到了自我决策的时候，这个就回到它本来应该有的样子。但是有几个行业会变得非常的集中，比如说像白酒、运动、超高端的化妆品，但是低端的化妆品其实是变得更加的离散了。

所以技术的进步，它会把很多东西会显露出来：这个生意到底赚的是环境的钱？还是对你的生意的属性天生就非常的厉害？线上化的过程中白酒为什么会变得这么集中？比如说我要买个2000块钱的酒，我还需要教育我要买什么牌子吗？我只是要在保证真货的情况下买到最便宜的茅台。当理解这一点的时候，你知道什么酒仙网这些故事是不成立的。因为作为一个垂直的平台，根本不可能创造更多的价值。

所有的价值都是以更高的效率或者更低的流量成本，所以最后一定是大平台把你给吃掉，综合型的平台把垂直型的平台吃掉。

以上都是我们判断好生意的标准，接下来我们再把它进行细分。

上篇讲到了“生意环境人”的框架，接下来细分下去讲生意最重要的属性——品牌。

第一个：我们怎么去看品牌？

巴菲特也会跟大家讲要投很多品牌，但是巴菲特不会跟你说我为什么要投卡夫亨氏？

这里我们常说两句话：我们认为费用的本质是你获取用户的成本。那么毛利率的本质是什么？毛利率的本质是消费者离开你的成本。

假如我们发现了一个很好的生意，这个生意成本是50块钱，可以卖100块钱，能赚到20块钱的净利润。但是很快B也发现了这个生意，他也搞了一个成本50块钱的东西，他卖98块钱。如果消费者离开你的成本为零，那么消费者会全部转移到B的身上，B可以赚18块

钱。A 一看没有生意了，就会通过降价的方式或者增加费用的方式把用户再拉回来。这样一来一去平均回报率回到 4~5%，还不如存在银行，这时生意才会进入到一个稳态。

但是为什么茅台大家愿意付那么多的溢价？市场上有那么多号称跟茅台一个产区一样品质的酒，消费者可能也不会去买。茅台的溢价，就是它的超额毛利，就是品牌的价值。

我们认为品牌有十四个维度，这十四个维度又分成五个大类。第一个叫情感性属性、第二个叫安全性属性、第三个叫差异化属性、第四个叫便利性属性、第五个叫成瘾性属性。情感性属性里面又可以分成四种，包括自我的彰显、与悲伤欢乐的这种气氛的结合、社交等等，这里面最经典的品类当然是酒了。

大家都知道酒是好生意，酒提供了情感性的价值，但是你会发现每一种酒的特点都不一样。你能提供所谓的情感性的属性，悲伤快乐、自我彰显~~这种价值越多，其实门槛是越高的。

比如一个人要显示他自己有品位，带个大金项链肯定不是个好选择。但是我能告诉你这款红酒来自哪个产区？它是哪一年的葡萄？那一年的气候环境是怎样的？它在某一种桶里面沉淀了多少年？它要与什么样的食物搭配~~于是大家觉得这个人还挺有品位的。但是为什么红酒公司这些属性非常好，但是它并不是一个好的生意？红酒的特点是维度非常的多，有新世界，旧世界、年份、葡萄种类、开盖的时间、食物搭配~~它非常的复杂。从生意的本质来说，它提供的价值很多，但它没有办法规模化。因为他太细分了，太复杂了，不是专业的人根本搞不懂。

全世界两家最大的烈性酒公司：帝亚吉欧和保乐力加，大家可能都喝过他们的产品。这两家公司是怎么做规模化的呢？我们以保乐力加的干邑为例，它分成四个档次：V. S. O. P、XO、Extra、收藏级，像人头马路易十三就是收藏级的产品。它用了四个维度来定义这个产品，给了消费者一定的差异化选择，但又不够复杂的复杂，能够规模化。再看主打威士忌的帝亚吉欧公司。

威士忌有两种，一种叫单一麦芽威士忌；一种叫混合型威士忌。单一麦芽型威士忌也是非常像红酒的，它很复杂多样。但是大家能想到某个单品的品牌吗？其实是很困难的。真正给帝亚吉欧公司创造最大价值的是什么呢？是 Johnny walker，一款复合型威士忌。复合型威士忌分为蓝牌、黑牌、红牌~~四五种维度，更像干邑的定义的方式，而且它不用年份。在苏格兰，如果要写年份，比如说芝华士 12 年，那么这瓶酒里最年轻的酒应该是 12 年以上的，而且要在桶里面真正放 12 年。

所以即便是在威士忌里面，我们认为复合型威士忌的生意属性远远好于单一麦芽威士忌。我们再来看白酒，白酒的生意属性其实更牛。比如说茅台 15 年，在中国人的定义里面茅台 15 年，其实只有几滴的茅台 15 年的原酒。相比威士忌，这两个生意的资产的回报率是天壤之别。其实啤酒也是非常牛逼的一个生意，它非常像饮料，但是它又有酒的特点。

所以我们可以看到像百威英博，别看他只卖 10 块钱或一点几美元一瓶，在很多地方它都能赚到 40% 以上的净利润率，基本上可以跟茅台五粮液一样的净利润。所以理解各种各样的酒的属性也是一件非常有意思的事情。这里面我们穿插的可以讲一个问题，就是环境创造的 α 。

为什么这个生意在中国会更牛？在西方社会，大家知道这些烈酒都是餐后去喝的。比如说今天有 10 个人去夜店，每个人点的酒会不一样，只要遵从自己内心的选择就可以了，这个叫做单杯文化。

但在中国，百分之七八十的烈酒是跟餐一起饮用的，中国的文化叫围桌文化。围桌文化决定了两件事情：第一你不可能跟别人喝的不一样；第二个就是今天喝什么牌子的酒，并不是由你自己决定的。而是由你尊贵的客人，或者家里的长辈，这些人去决定的。

这同样也导致了中国人对情感价值很高的高端酒需求跟国外是不一样的，全世界 100 美金以上一瓶的酒，中国占了 95%，这是个挺夸张的数字。围桌文化让高端酒在中国变得更加的集中。2013 年的时候，大家很多人都知道，我们那时候开始重仓的白酒。

市场暴跌的时候，大家都觉得白酒没有机会了，我们反而逆市买入。为什么我们当时会做这件事情？一个是我们对这些生意的判断：这个简直是世界上仅次于 Du 品的生意，我们等了 10 年终于等到这么一个超级大的机会。大家也知道从 2013 年的现在，这些白酒公司基本上都是涨了 10 倍左右。

那么当时白酒面临两个什么问题呢？第一个叫年轻人不喝酒。年轻人都不喝酒了，你还有什么谈什么 PE？当时茅台大概交易的七八倍的 PE，我记得茅台最低的时候跌到 780 块一瓶，五粮液跌到了 400 块钱。还有中央反腐的八项规定在那，感觉好像永远没有希望了。但是我们当时做了两个判断，第一个是年轻人为什么不能不喝酒？当我们理解它的情感性价值和中国的围桌文化时，你就知道年轻人是不可能不喝酒的。

原因有两个，第一个当他很年轻的时候，游戏规则的制定者，还是一波 60 后 70 后。比如说我堂弟在毕业以后去了家银行，他在学校的时候也是不喝酒的，但是进了银行之后，大家也都知道这个东西会变成什么样子。所以就像一个熔炉一样，很难有人短期内离开这个市场。

第二个事情是当你到了 30 岁 40 岁的时候，以前喝的啤酒，确实是喝不动了。我们当时也做过一个研究，你喝进去的价值是和你所能吃的食物是成反比的，是有替代关系的。所以当你到了三四十岁，有了一定的社会地位或者经济基础的时候，你会发现喝啤酒是很难在一个局上去彰显你的地位。比如我们今天吃一顿饭，如果把这个餐厅的名字盖住，把这个包厢的名字盖住，你可能不知道这个菜到底值多少钱。但这个酒放在桌子上，你就知道今天这个局是个什么样的定义的局。

我们研究了美国在过去的 100 年里面的烈酒人均消费量的变化，发现除了 1927 年禁酒令的时候，美国的烈酒人均消费量一直在快速上升。跟大家想象的并不一样，大家觉得美国是个很健康的社会，到美国基本上人人都在跑步。但其实烈酒的饮用量，是一直在上升的。

另外日本的在过去的三四十年里面的演进，烈酒的消费量也在快速上升，这个主要是因为老龄化。

关于当时的价格的崩塌，这就是我们另外一个话题，就是所谓的什么叫长期结构性机会？当时我们是怎么判断这个事情的呢？

中国最大的问题是统计局统计数据的缺失，或者是不完全可信。所以当时我们大概花了两个月的时间，把中国所有的消费的结构做了一个拼图。2012 年中国 800 万吨白酒的消费量里面，它大概怎么分布的？

800 元以上，就是所谓的高端酒，当时是 4 万吨；300~800 元，当时是 5 万吨；100~300 元，大概是 30 万吨；100 元以下是 750 万吨。它就像一个红酒的醒酒器一样，并不是个标准的金字塔。在 2013 年就是反腐之后，800 元以上变成 2 万吨了，掉了一半。300~800 元变成 2 万吨了，也基本上掉了一半，但是 100~300 元涨了 30%，它变成了 40 万吨。

总量是没有什么太大的增长的，甚至还略有下降的。也就意味着，政务消费出清之后，高端也是有底的，2 万吨就是底部。

另外一个结构性的机会就是：就是在底部 750 万吨不变的情况下，中高端有一个升级的过程。这个升级的过程不光是因为老百姓越来越有钱了，还有一个很重要的原因是：中国真正的粮食酒和名酒，一共只有 100 万吨的产量。它是个 1:8 的关系，所以它是一个供给和需求同时拉动的消费升级。

我们当时的判断：长期看这 750 万吨里面会出现两个很极端的变化，第一个变化是可能有 200 万吨的量长期会升到 100 元以上，分布在各个价位段里面，这会促成中档价位段、中高价位段、高档价位的酒都可能有 3~5 倍以上的空间，这是长期结构性的机会。

我们回头看过去几年基本上按照这个路径在演进，中间叠加的一些经济周期的因素，因为这个是一个长期的锚定值。那么经济周期的波动它只是一个放大的过程，我们很清楚这里的驱动因素是什么。

另外一个判断：我们认为剩下的 500 多万吨里面有一部分会消亡，老酒鬼会退出这个市场。但是中低档价位段里面会出现离散，场景化的离散。

所以它是两个方向发展，一个是往上跑，一个是横向的离散化。那么离散化的最大的特点是什么？我们回到刚才年轻人不喝酒这个问题，年轻人跟领导吃饭，跟重要的客户吃饭，当然要喝酒，还要喝茅台，喝五粮液。

但是别忘了一点，年轻 当他独处的时候，当他跟朋友们在一起的时候，他不用遵守这个游戏规则。我们认为在未来会随着场景的多元化和人群的多元化，会细分出很多样的品牌，所以我们就在 PE 阶段投了江小白。江小白的本质是什么？其实营销这些我认为都不是本质，江小白的本质是它把围桌文化变成了单杯文化。

人其实是多样的，需要不同的品牌，不同的产品来满足不同的需求。在一些正式的商务场合，你可能喝的是茅台，但是跟着朋友或者大学同学，穿着短裤在路边撸串，就需要一人一瓶江小白。

我们认为年轻人的场景会多元化，长期看白酒还会是主流，但是它可能从今天的 99% 的份额变成 70% 或者 80 的份额，那么这里面会有酒精的本身的多元化的过程。

以上是在酒里面是怎么去想这个问题的。

接下来我们再举个例子，说说品牌的第二属性：安全性属性。

安全性属性并不一定是说用了就安全了，而是不用会不安全。

最简单的是婴儿产品：纸尿裤、婴儿奶粉这些。这里面最大的特点消费者和决策者是分离的，消费者是孩子，但决策者是父母。孩子并不会告诉你感受，他只会哭。所以几乎所有的父母都会在他自己能力范围内买最高的品牌，一旦这个品牌小孩子用的比较好，是很少能换的。

所以我们认为 这些生意里面，客户的离开成本会比较高。

回想到我们最开始说的模型，一个婴儿产品 100 元，我搞成另外一个产品，跟这个产品绝对一模一样，只要 90 元钱。消费者就不愿意拿孩子 做这个实验。

化妆品里面也是一样，刚才我们讲到在电商场景的时候，只有超高端的 化妆品是变得更集中了？

我们知道护肤和美妆是两个市场，护肤就像每天吃饭一样，是很讲究的。但是彩妆就像时尚的衣服一样，经常要换的，可以尝试不同的种类。 这里面有意思的地方在于，护肤的三种主要的功能：补水、美白、抗皱，这三种属性的宿命会完全不同。

补水的证明时间很短，最高端的化妆品品牌中，补水的可能要 500 块钱一瓶，你能说比 5 块钱的好多少？我不觉得不一定，因为它的证明的时间会非常的短。但是所有高端的产品几乎全部都是以抗皱线为主的，因为它的证明时间需要 20 年 30 年， 这个过程其实是一个让用户对未来充满惶恐的过程，导致用户的离开成本会非常高。

所以在化妆品里面也出现两个很明显的变化：第一个是叫做高端的产品是高度集中化，我们看到比如 LaMer 在中国的 成长，每年达 60%。我们要去看的其他的一些高端的品牌，它的集中度会不会也呈现这样的态势。

我们再看彩妆这个市场，它是快速的离散的。我们认为：在一个快速变化的生意里面，新公司能快速打败这些老的公司，所以我们投了完美日记。

刚才我们讲了一些关于品牌的东西，接下来讲讲我们对另外一些品类也会有不同的一些认识，比如说 B to B 的东西。B to B 的很多领域其实是 没有品牌的。

我们在 A 股投了建材公司、墙开，还在日本投了一家公司涂料公司。在传统的划分的方式里面，他们三个产品之间是没有啥太大的关系的，但是我给大家讲讲这里的真正的共同点在什么地方。

比如建材公司，它做石膏板的，大家肯定说不出来一个石膏板的品牌。 原因很简单，最好的石膏板大概 10~15 块钱一平米，装修个 100 平米的 房才花 1 万块钱，所以你根本不可能去学习这些什么石膏板品牌哪个好。

但是石膏板真正的高频用户其实是安装工：安装一平方米石膏板的 价格大约是 100 块钱，其中 50 块钱是人工成本，安装工的成本，另外 30 块钱是龙骨的成本。如果要装个 100 平

米的房子，会发现材料才 1000 块钱，但人工要大几千块钱，要花好几天的时间来安装吊顶啊隔墙之类的。

如果用了个杂牌，它裂了怎么办？工人还得上门来修。今天一个人工的成本是多少钱呢？一线城市大概 500~600 块钱。那么有一件事情是必然发生的，我们认为在未来的 5 年里面，白领会越来越不值钱，但是安装工会越来越值钱，我们认为在一线城市很快会看到 1000~1500 块钱一个工。这跟人口结构有很大的关系，低端劳动力人口是大量的减少的，这个是公开的数据。所以当人工成本越来越贵的时候，安装工就根本不可能再去用那些杂牌了。

另外一个公司比如说施耐德，是全球做电器的专家，它最好的生意就是墙上的开关。这个东西的逻辑跟刚才我们说的是一样的，在国外电工的工资大概一小时 50 美金，而且老外不像中国都是新房，老外都是替换性需求，可能就坏了一个墙开，得找个人工上门。电工开着车过来，两个小时 100 美金。那开关多少钱？大约只值 5 美金。所以这些安装工他怎么可能去用一些杂牌呢？不光是返工很耽误事儿，万一漏电了，把人家电到，那问题更大。所以这些人的反悔成本会非常的高。

当你真正理解这件事情的时候，我们并不在意房地产周期，房地产周期当然也很重要，这个决定了我们的买点。但是核心就是：这个生意会随着安装工的成本越来越高，生意属性会变得越来越好。

为什么环境这个因素在中国很重要？中国确实跟我们研究的对象——所谓的西方成熟社会，有很大的不同。不光是消费习惯，执行力这些方面，我认为有两个根本的不同在于：第一：中国的社会的周期其实是很短的。大家可以想一想：日本的天皇大概有 1400 年的历史，虽然中间的幕府在不断更迭，但是天皇作为一个象征，它有极强的延续性。我们研究日本的时候，会发现日本其实有真正的百年品牌，印度都有，但中国是没有的，所以它的周期会比较短。



第二：中国所有的商业模式都是在同一时间内出现的。比如看零售的时候，就会发现美国是从杂货店到百货店到超市一路演进过来的，后来从沃尔玛模式又裂变出来 COSCO 模式、折扣店模式、便利店模式等等。

但在中国，所有东西是同时间出现的。有人问我说 COSCO 在中国会不会成功？

我说我不知道，但是如果认为历史还是 123456789 这样演进的，那在中国市场就不一定了，因为中国是经历了从 123 直接变成 10 的过程。10 的意思是什么？就是电商。

为什么电商这个东西这么恐怖？核心是它是拥有数据的，它和历史上所有的零售形态都不同。我再举几个例子，说明中国和其他国家生意环境的不同。

第一个例子：为什么可口可乐在美国是很好的生意？可口可乐是巴菲特的重仓股，但在中国，这种生意我们基本上都不会花太多的时间（除非碰到特别牛的人组织，我们现在只说的是从生意和环境的维度）。

美国跟中国消费上最大的两个不同：第一个美国人吃的很简单，大家去美国最大的感受是天很蓝，空气很好，但是没东西吃，天天要找火锅。因为美国的 SQ（食品品类），比中国要少多了，所以在美国就容易出现麦当劳这样的公司。但在中国是很难的，中国每顿饭吃的 SQ 比美国人整一年吃 SQ 都多。

美国的饮料，先区分含不含酒精？不含酒的要热的还是冷的？热的 80% 是咖啡，20% 是茶。凉的就 4 种：水、碳酸水、果汁和红牛。那在中国、日本就很复杂了，我们的 SQ 是巨多的，这对消费者很好，每个星期都出个新品才好呢！但是对企业来说却是很悲催的一件事情。

第二个：美国当年的生态系统是怎么生长出来的？因为可口可乐是卖给罐装商的，然后灌装商在一个地方去分销，所以他们很早的时候就形成了地盘，大家可以看到这几家公司都上市公司。

另外，可口可乐以前是玻璃瓶包装，这个很重要，这样使它的生意属性就变得跟啤酒很像。因为它瓶子很重，所以运输半径是很短的，而且它是双向的物流，就是说可乐既要运出去，瓶子还要收回来，所以它对整个系统的产能利用率要求很高。当它形成了规模优势之后，美国还有“三层分销法”保护它。

三层分销法是什么意思呢？就是品牌商是不能直接拥有、控制经销商，不能控制门店，必须是三层结构，不然就叫垂直垄断。

再来看中国，第一个亚洲人的口味简直是太丰富了；第二个就日本人发明了可抛弃的 pet，这让整个生意的属性发生了巨大的改变；

第三，中国没有三层分销法，所以你会发现康师傅有四五万人的团队，统一有三四万人的团队，农夫山泉也有几万人团队~~大家在同一个市场里面，不光是品牌之间的竞争激烈，几乎每一个环节都是 over supply 的。

但美国是这样的：可乐通过罐装商分销，红酒也通过可乐的灌装商分销，所以它没有那么高的恶性竞争。刚才说的是空间不同产生的 α ，接下来我再几个举个例子，看看时间的不同对投资结果有什么样的影响。

海螺水泥大家都很知道的，太传统、太夕阳的一个产业了。但是你会发现海螺水泥最大的涨幅是过去 3 年，并不是在头 10 年。

我们第一直观的感觉，中国房地产和基建的扩张周期应该是前 10 年。海螺作为龙头，应该是在前 10 年的股价回报最高，什么原因导致了这个时间差？

在地产快速扩张周期中，海螺水泥每吨毛利率一旦超过 100 块钱的时候，一堆小厂就复活了。所以当需求快速上升的时候，产能也在快速上升。当然优秀的公司总是在这过程中不断地提高份额，但这是个痛苦的过程，海螺水泥的单吨毛利会从 230 元跌到 60 元，把别人干死，它也只能挣 60 元。然后进入房地产的下降周期，随着地产周期再一次回归，它的吨毛利又变成 230 元，然后一堆小厂又复活，海螺的吨毛利又变成 60 元，把小厂干死，来回的重复~~所以这个公司以前是一个波段股，大家叫周期股。

但是为什么 2016 年之后事情发生了改变？2016 年这一波中国的房产和基建的复苏应该是历史上增速最弱的。但是这一年出了一件非常牛的事“蓝天计划”，这个计划就直接把产能给控制住了：矿山不让乱挖了，锅炉不能乱烧了，治理污染、雾霾变成了头等大事。所以上一轮产能出清的时候，所有的产能都给卡住了。在最弱的一个需求复苏过程中，海螺水泥终于能站着把钱赚了。

所以投资中很多事情其实并不是我们直观的感受，这个过程中我们要去理解时间维度上环境的变化。

我们再讲一个比较有意思的案例，我刚说啤酒是个好生意，它终极结局在很多市场上能挣 40 个点，但中国只挣两三个点的利润率。这个是很好的生意，但在过去的十年，可以看到无数英雄都折腰在此。

这个行业我们看了 10 年，如果你是在 2006 年介入，那就是十年三倍的涨幅；但如果你是在 2016 年介入，那就是三年三倍的涨幅。为什么会有这么大的差别？中国的啤酒经历了 4 个阶段，第一个阶段是从 1990 年到 2010 年，人均消费量快速上升，产能也在快速的上升，一团混战，诸侯割据。2010 年到 2015 年，人均消费量已经涨不动了，基本持平，还有略有下降，但是产能还在上升。

我记得当时 2013、2014 年的时候，当时大家已经厮杀到什么程度？最好的两家公司，百威英博和雪花啤酒大概只挣了两三个点的利润率，以前他们可是挣了 15%~20% 的利润率。在整个行业已经负增长的情况下，龙头公司惨烈的竞争，看起来好像永无出头之日。

当时很多人都已经绝望了，但我们兴奋了起来。因为我们认为所有的行业都要经历四个阶段：第一阶段需求爆发，供给扩张，大家看到这个生意不错，都来搞，快速把这个市场做大。第二阶段叫需求放缓，供给快速扩张。因为经历了第一阶段以后，每个都觉得我肯定是最后的赢家，开始捉对厮杀，这时候就看到利润率开始下降。

第三阶段叫需求继续放缓，但是产能开始扩不动了，因为大家都发现老大只挣三个点，老二可能都已经开始亏损了，老三是血亏，不可能再扩产能了。

到了第四个阶段，新的驱动力形成需求开始复苏的时候，你会发现供给已经被卡到一个非常小的范围。这

四个阶段里面我们主要投的是第四阶段，当然了也会投第一阶段，但第一阶段很多公司实际上是 VC 和 PE 的阶段。

在不同行业不同的阶段的时候，其实需要的能力值也是不一样的。第四阶段的最大的特点是什么呢？当第四阶段的逻辑展开的时候，最大的特点是看起来需求的复苏或者增速是没有第一阶段快的，但是供给被卡死，赢家非常清楚，犯错的风险是极低的。

所以回到啤酒的生意，我们认为从 2015 年是一个新老划断，很明显的指标就是中国啤酒的人均消费量已经涨不动了。但是请记住彼得林奇说过一句话：增长不一定是你的朋友，那么这句话的反面是什么？不增长也不一定是你的敌人！

第四阶段往往增长速度也不快，但是它的获得的回报的空间是巨大的。

为什么我们认为第四个阶段要展开了？一个因素是：中国最大的机会在于中国的啤酒的价格是比国外低很多的，中国现在真的比国外便宜的东西已经不是很多了：车子、房子、衣服、婴儿用品都比国外贵，这里面有三四倍的空间。

另一个因素是：90 后的消费者开始加入到这个市场了，他们也有二十四五岁了。新的消费者驱动力的形成以后，加上供给端经历了这些年惨烈的竞争，大家一定要找到一个新的方式来处理这个问题，高端化是一个新的驱动力。并且经历过产能出清之后，龙头快速集中了份额，虽然只挣两三个点的利润率，但小公司已经被清出去了，大公司之间要开始形成默契了。

所以在这过程中会发生一些边际的变化，加上之前那个过程中投资者的预期已经被彻底的毁灭了，所以我们叫 All Star A line，就是叫所有的星星都排到了一条线上，这种状态是我们需要重仓的时候。

第三个层面：人和组织 我们要投好的企业家，有洞见力的企业家，有远见的企业家，我相信这是大家的共识。但是这里面仍然有两个问题：第一个我们认为企业家们现在面临着一个很大的问题，就是如何能够突破行业的瓶颈？比如为什么我们要去投海底捞？明明这个行业不是好生意，它有各种管理上的瓶颈，但是如果有人有效地突破了它，它就一览众山小了。

所以海底捞市值约 2000 亿，第二大的餐饮公司连 100 亿市值都没有。突破瓶颈是很重要的，我们要给一个巨大的溢价。

第二个问题是：很多公司都面临一个很大的问题，怎么从一个单产品型的公司变成一个平台型的公司？我们认为这也是很不容易的，当你组织的架构不够清晰、有效的时候，大的事业部会把小的事业部的资源全部吸走。

我们当年投资百丽也面临着这个问题，百丽后来收购了很多品牌，这些收购的品牌都没做起来。百丽当年收了妙丽，非常个性的品牌，在平台上做的也不好。这里面很重要的一个点就是：一个销售能力或渠道能力很强的公司，它会把很多东西给同化掉的。

任何公司都有两个重要部门:一个是产品部门,一个叫需求的部门。需求部门是什么?它接近消费者,它永远要卖好卖的东西。它不要太多的花样,一切以消费者的需求为主。但产品创造部门,也就是设计师们,他们往往天马行空。那么核心的一点是:到底是谁掌握了资源?

我们见过太多这样的公司,比如说之前香港最牛的消费股,大概10年涨了30倍,但是后来股价从最高时候的23块钱跌到了现在6块钱。因为当消费者发生转移的时候,公司没有跟上这个时代。为什么没跟上?我认为核心是:组织内部掌握资源的人是在销售端,而这些销售端的人不思进取,都是一些当年打打胜仗的五六十岁的老人,他们并没有改变组织形态,来适应市场。

我们认为当一个公司突破了自身的瓶颈之后,如何把单事业部的公司变成一个平台级的公司?核心的一点是:能不能把个人能力变成组织能力?能不能把事业部能力变成集团能力?这是非常重要的两句话,我认为在所有的领域都适用。

多说两句,我们认为有两种不同的组织:一种叫 control 型组织,就是控制型组织。控制性组织它的逻辑是自上而下的,跟创始人的性格有很大的关系。这种组织的特点是当它在跨越新的一些领域的时候,它能够调动大量的资源。坏处是因为它是一个自上而下的组织,所以自下而上的创新力不够。如果它不能形成中台和中后台能力的话,那么它在扩张性上会遇到领导人天生的能力瓶颈。

第二个叫 context 型组织,就是内容型组织,它是一个自下而上的生长型的组织,内部可能有赛马机制。这种组织的特点是它在每个地方都能够全面开花,这是互联网里面最经典的两个案例。

这两种组织都有它自己的特点,也都会有自己的问题。所以面对不同的产品线,不同的时间和空间维度,我们认为这里面要关注的点是不一样的。

回到投资的话题,最近大家都会问到一个问题:现阶段哪些公司是真正的好生意?

茅台其实大家都懂了,但是估值也这么高了,怎么继续获得阿尔法?我认为这是两个问题,

第一个问题是大家对高质量生意的看法,其实我不认为大家是真正理解了,大家只是在追求增长。你看2019年是牛市,但2018年这些生意被抛弃成什么样子?第二个问题是在很多的领域里面,环境之上的到底是生意重要,环境重要还是人重要?那么我们认为很多领域里面人和组织的价值,在未来的5~10年会变得更加的重要,原因是我认为它会穿透周期。

穿透周期是什么意思?随着信息的对称,被低估的公司会越来越少。大家慢慢形成了共识:净资产以下的公司很多,但就是没人买,因为这个东西没有未来,大家怎么愿意付费?但是如果你去投的是一个很牛的组织的话,你会发现他可以看到3~5步棋之后。今天如果这家公司是值100块钱,市场给了130元,短期看是有点被高估的。但是如果这公司5年后市值1000块钱的,那今天的130块钱就是被低估了。

但是什么样的公司才具有这种穿透组织的能力?这不光是对生意和环境的研究,同时要对企业家有非常深刻的理解。

最后回到我们的模型本身，在未来的环境，到底是生意重要，还是环境重要，或是和组织更重要？我们的体系也是一个不停的演进和迭代的过程。但是回到我们的指导思想：我们认为这个世界是高维的、复杂的、多样的、曲折的、不可知的，任何以低维的简单的、单一的、线性的、完美的思考都危险的。但是我们认为驱动事物发展和演进的主要矛盾又是单一的，它是辩证法的两面。

另一个重要的指导思想是：你要知道自己不知道。方法本身是可以被演进的，但是关键是不是能够保持知道自己不知道的一个状态。

二级市场演进速度是很快的，十几年前，只要能把 PE 算清楚，就能赚钱，今天已经没有这样的机会了。以前大家都不知道白酒是好生意，但现在大家也都有理解了。所以核心并不是方法本身，而是你对方法论本身的迭代和演进，那么最后最主要的逻辑叫：知道自己不知道。比较好的一个状态应该是什么样的？

首先把书读厚，这就是我们说的信息点的收集，最基础的状态；第二点是把书读薄，这其实是要找到主要矛盾的一个过程。这两点其实很多人都能做到，但还有第三点：把书合起来扔到一边去，写下三句话。这个过程是一个抽象的过程，它是对整个世界观重新塑造的过程。所以我认为要保持这种知道自己不知道的状态，我们的体系才会不停的演进和迭代，才能够保持未来持续的竞争力

前高瓴资本消费合伙人李岳观点分享

Background Information on the Interviewee:

被访者为高瓴资本二级市场消费投资负责人。被访者 2011 年加入高瓴资本,此前在华夏基金。

Discussion:

1. 基本面分析

- 认识世界的过程本身是复杂的,不存在静态的统一解
 - 世界是高维的、复杂的、多样的、曲折的、不可知的,但是驱动事物发生改变的事情通常是单一和简单的
 - 聪明的投资人追求量化和规律化框架性结论,但是如果强行追求用统一的规则解释世界,反而会犯更大的错误,因此必须承认自己的局限性,不断调整框架,保持开放心态
- 第一层:识别影响行业 and 公司的所有因素,并画出清晰的逻辑线
 - 经典的结构:横截面结构、价值链结构、最长历史演绎组织
 - 高瓴是供给端投资人:高瓴和别的基金最大的区别是日常的讨论中 80%的时间会讨论供给而非需求,因为供给是更长期、更稳定的穿越周期的影响因素,相较而言需求更难以把握
 - 供给端投资逻辑的三个要素:行业增长、老大老二集中度高、管理层有动力
- 第二层:拐点的提前判断:掌握产业变化的发展规律,在事物发生前 1-2 年对行业具有足够的判断力

2. 唯一不变的只有变化,但是投资人需要寻找变化中的不变

- 历史上二级市场投资基金很难像一级市场基金一样长青
 - 一级市场更像精密仪器,要求多部门协作,最终实现看得准、退得出,因此长青的基金很难让人一下子想起创始人,基金层面本身具有品牌效应
 - 而二级市场对单人具有更高位的要求,基金层面很难有品牌效应,即使在美国的成熟市场,也是一代人起来伴随着一代人下去,因此如果二级投资人不能迭代自己、挑战权威的话,很快就会被淘汰
 - 市场上大部分基金赚得是环境的钱,即基金策略和当时的环境正好吻合,而非组织层面有何过人的优点。反例是好未来,其胜利是组织的胜利,和产品形态没有太的关系
- 理解生意本质:跨生意观察,区分环境因素
 - 绝大部分企业挣的是环境的钱而非生意的钱,不存在完美解只存在时空里的最优解,但是时空变化后一招鲜不一定再适用
 - 很多企业情况恶化,有些是生意问题、更多是环境问题,企业家起到的作用相对来说比较渺小,但是牛逼的人可以改变生意属性
- 建立自己的生态联系

- — 高瓴每个季度会对好公司进行季度 review, 即使周期不对, 但是也对好行业和好公司保持高度警惕
 - — 好的公司和好的人在差的周期里面会催生组织进化, 诞生一些品牌回归机会 (李 宁、新东方)
- 相信逻辑, 等待数据, 而不是反过来
 - 投资人追数据没错, 但是追数据是反过来修正框架和世界观, 而不是就事论事
- i. 2017 年高瓴希望看看餐饮行业的数据, 于是拉了银联的 1 年半的刷卡数据, 14-16 年上半年整个行业都在低谷期, 每年 5-10%的跌幅, 同时也和渗透率很高的调味品和啤酒 check 的数据, 确认了整个行业的餐饮店都在倒闭, 但是同期统计局永远都是 +10%的增速
 - ii. 高瓴分析, 当时中国的餐饮渗透率还有非常大空间, 而且老百姓的收入还在上升, 因此影响餐饮下滑最大因素是心理因素(消费者整体较为悲观), 缺乏一个催化剂
- — 中国经济是固定资产投资来推动的, 高瓴曾经分析过, FMCG 的增长基本落后固定资产投资 6-9 个月
 - i. 16 年 10 月的时候中国固定资产投资出现了明显的报复性反弹, 16 年 3 月奢侈品指数出现明显触底, 6 月茅台的价格从 820 上升到 900
 - ii. 高瓴紧盯固定资产投资数据, 看到数据发生明显转折的时候, 就预期到了市场的预期回暖, 17 年 2 月开始百丽开始出现爆品, 18 年门店增长 10%的情况下, 同店增长仍然都达到 10%
- — 白酒:12-13 年投资人的 Concern
 - i. 年轻人不喝白酒:中国是围桌文化, 年轻人不爱喝没问题, 但只要步入社会需要办事, 那也不得不同化
 - ii. 价格体系崩塌
 - 1. a) 中国的白酒消费量和价格并不是标准的金字塔, 白酒叠加跟人相关和跟事相关的(请客、送礼、婚宴)两个需求:高瓴用 2 个月的时间把全国各个省的价格做了拼图, 将中国 800 万吨实际消费量分为四个价位段:800 以上(4 万吨)、300-800(5 万吨)、100-300(30 万吨)、100 以下(750 万吨)
 - 2. b) 中国白酒过去都是供给端驱动的, 中国的粮食酒供给 120 万吨, 高端酒加起来 100 万吨, 但是需求量 800 万吨, 虽然全行业不好, 但是不同价位的白酒境遇不同:800 以上从 4 万吨变成 2 万吨(茅台占到 100%)、300-800 跌了一半到 2 万吨(五粮液的主要价位)、100-300 每年以 20%的速度上涨、100 以下则增长 1%
 - 3. c) 行业驱动因素力量转化发生在 14 年, 因为所有品牌都是高端线所以导致看起来非常惨淡, 但实际上低端的萌芽在不断成长, 因此高瓴判断高端酒再跌价也不会跌到 350 块钱以下
 - iii. 当时只有 6 倍 PE, 解释了上面两个最核心的问题, 按 350 块钱算 PE 也就 12-13 倍, 因此安全边际足够大
- 警惕数据后验
 - 供应链有两种模式:寻求销售、库存和折扣率三点的平衡

- i. 堆货模式(达芙妮):大量生产推给渠道、5-6 个月的销售周期、不好卖的 就打折清掉,优点是生产成本非常低
- ii. 快反模式(百丽):小批量>大批量,缺货和库存同时产生,但规模更少 a) 对运营的要求非常高:南北地区串联,销售数据快速反馈
 - b) 对供应链和商品组织逻辑要求高
 - i. 快反模式下供应商需要备货(面料),且备货周期长,否则销售数据出来了再去追根本来不及
 - ii. 处理好和供应商的关系非常重要,必须要精准的预测来支持
 - c) 问题:销售太强、自下而上的能力很强,反之产品很弱
- iii. 两种模式其实都能成功,但是相互切换是很难的

— 达芙妮

- i. 当时市场全部叫好百丽快反模式,TPG 进入之后准备大刀阔斧的改革,将首单订货量降低到了 40%,并且引入销售预测扩展 SKU
- ii. 从改革的结果上来看达芙妮虽然收入有个短期的快速增长,实际上在用更大的库存容忍度换取销售,结果公司被库存拖死了

• Time Allocation+Capital Allocation:抓住了牛股,但是整个基金的表现追不上牛股,这种情况下需要对时间和资本分配进行调节,跟进最大的趋势,不要在垃圾股上浪费时间

- — 10-15 年最大的主题是香港零售:中国消费旺盛而香港供给有限,股价疯长
- — 调味品:核心两个 driver
 - i. 消费升级:三级>二级>一级>特机>有机
 - ii. 集中度提升:每个月最高级的调味品消费加起来只有 7 块钱,上涨一倍消费者也没有什么感知
- — 运动:两个大周期
 - i. 03-10 年第一个周期:规模增长,三四线城市乡镇一条街上有 20-30 个运动店
 - ii. 12 年之后第二个周期:单价提升,中国运动的单价不到美国 1/10,杂牌到品牌专业升级

3. 识别主要矛盾:生意、环境、人,不同情形下三个要素的权重不同

- 大部分企业需要从赚环境的钱转向赚生意的钱,如今大部分企业好、生意好、人好、环境三者都具备不可能,在这个过程中最重要的问题是对主要矛盾的理解,尤其是在那一瞬间压倒性的决定性因素
 - 5-10 年前,生意的本质最重要,而目前这一点还是很重要
 - 在很多生意中人和组织的权重很大,对生意和环境的理解可以看破 1 步棋,而对人和组织的理解可以看破 2-3 步棋,在很多领域可以多达 5 步,人和组织的迭代能力和对生意重塑的可能性是投资很大的阿尔法来源

- 过去 3-5 年，环境的变化开始变得重要，在中国尤为重要
 - i. 中国具有比较强的革命思维:中国哲学是“王侯将相宁有种乎”，日本哲学是“各就各位”，因此所有创新全部来自于大企业，几乎没有 VC 市场，日本的品牌基本都有 100 多年的历史
 - ii. 中国的商业模式几乎都是在同一时间同时产生的:美国零售从杂货店、百货、Walmart、Costco、Aldi、便利店模式是渐进发展的，基本都是在时间和空间里不断地做人群细分，而中国直接从最原始的百货商店跳成了巨大的电商，电商拥有数据源因而可以不断迭代，中间形态可能在中国不存在
 - iii. 环境的不同会造成生意本身的表现形式不同，而环境的变化会催生不同的形态
 - 最难的点是在不同的环境下判断哪些公司的成功率更大，几个观察点:
 - 行业衰退:时间不一定是生意的好朋友，需求变差的时候，有些企业会变得更加强大
 - 规模效应:很多生意本质上不具有规模效应，在扩大的过程中仅仅是变得更大，实际上并没有提高公司的壁垒、或者提高行业的门槛(如餐饮、服装)，好的生意会在扩张的时候产生虹吸效应，把竞争对手的养分吸光
 - 消费者切换成本:如续费之于教育
 - 科技进步对市场格局影响:例如电商对品牌的影响
 - 品类的创造者:如王老吉、红牛，可能生意属性本身没有那么好，但是实现了消费者的心智占领，在历史上特殊的时刻因为某种因素实现了心智占领，很难重塑其在品类中的地位
 - 改变生意属性的组织和人:教育、餐饮和房地产生意本质上不是好生意，但是一旦有人能做到常人难做之事，段位直接一览众山小
 - 辩证法的三要素
 - 对立统一是常态
 - 量变产生质变
 - 真正影响业绩的是时间的分配
 - 自我否定是进化，从外部打破是突变
4. 对生意本身好坏的判断:好的品牌品类应该具有 14 种特点，例如
- 安全性:化妆品分为保湿、美白和抗皱三大功能，在超高端线中基本只会强调抗皱，原因是
 - 抗皱的效果需要 20-30 年来证明，这里体现了品牌的特点“用了不一定安全，但是不用一定不安全”，女生不希望 50 岁的时候发现自己明明有能力但还是变成黄脸婆了，所以一定会以最高支付能力去获取最好的抗皱产品

- 一 美白和补水的功能证明的时间周期太短(最高端的化妆水的补水线也只有 1 天生 效), 效果很容易被极端化、功能化、离散化, 一旦可以效果被方程衡量就很难产生品牌
- 差异化
 - 一 加工属性: 最典型的差异, 离原材料越近的生意其本质越差, 因为生意越难以差异化, 如三只松鼠类的坚果到后期会比较危险
 - 一 情感: 饮料<葡萄酒<单一麦芽威士忌<混合威士忌<干邑<白酒<啤酒

i. 饮料分类

a) 酒精

b) 非酒精: 冷饮(水、碳酸、果汁、红牛)、热饮(80%咖啡+20%茶)

ii. 葡萄酒

1. a) 品牌并不能提供差异化价值, 因为红酒的品鉴被限定在了特定的维度 中, 且维度非常多(年份、产区、开瓶方式、食物搭配), 而且这些特 性和人的个性是联系在一起的, 多维度导致难以规模化, 难以产生品牌
2. b) 法国酒庄 ROIC 很高, 但是不一定是好生意

iii. 威士忌

- a) 单一麦芽威士忌: 更接近葡萄酒, 评价维度太多, 以至于个性化非常强
- b) 混合麦芽威士忌

Johnnie Walker (帝亚吉欧旗下) 在全球份额非常高, 原因就是做 好了维度的定义(蓝牌、金牌、红牌), 对每一个维度进行了清 楚的定义, 使得消费者不会对特定产地、年份忠诚, 而是对品牌 调配的口味忠诚 混合威士忌会强调丰富性, 因此在丰富性上诞生了规模化的空间

iv. 干邑

- a) 相比于威士忌, 更强调供给, 将评价维度陷入到一定范围内, 具有 VS、VSOP、XO 按照酿造年份划分的等级
- b) 对于领导品牌 Martell (保乐力加旗下) 而言, 贵的就等于好的(威士忌不一样)

v. 白酒: 体现了社交、自我愉悦、自我地位的彰显, 因此是典型的品牌, 酒品牌在国外分散但在国内集中, 原因是

- a) 国外是夜店文化, 不同人在餐后点不同的酒, 彰显个性, 品牌天然分散
- b) 国内是围桌文化, 意见领袖和决策者往往是最尊贵的人, 个体不能完全 follow 自己的想法, 喝酒和办事相关, 情感程度也会更高

— 纸巾: 属于比较差的生意

- i. 纸巾品牌:中顺洁柔(002511.SZ)、维达(3331.HK)、恒安(1044.HK)
- ii. 恒安:高瓴在 08 年的时候投资了恒安,但是 10 年全部卖掉了。旗下三个业务,纸巾(15%EBIT)、纸尿裤(20%)和卫生巾(30%)

a) 管理层认为应该重点投入纸巾原因是,

i 中国人均消费量只有世界 1/5, 存在 5 倍的增长空间

ii 恒安占有 20%的份额(心相印), 是市场老大, 渠道能力最强

iii 恒安毛利足够厚, 盈利能力很强

b) 高瓴讨论认为公司应该花钱投入在卫生巾, 因为

i 当时缺乏电商跟踪指标, 因此高瓴主要观察外国超市里面哪些品类的 private label 比例最高(private label 证明这个品类功能性价 值较强, 品牌属性最弱), 而 private label 最高的品类是纸巾

ii 在欧洲、美国、日本所有纸巾品牌 ROIC 都只有 1-2%, 基本等于 公益, 而 ROIC 最高的维达(SCA 旗下)其母公司在欧洲拥有森 林, 因此价值链向上延伸+上游供给保护才创造了 5%的利润 而相较于纸巾, 卫生巾提供的是安全价值, 离开成本很高

iii 后来恒安的纸巾生意从 09 年的 15-20%利润一路下跌了 6 个月到 6 年 新低, 而大公司的供给端弹性非常差(机器开了停不下来), 所以持续 给整体业务拖后腿

一 服装:因为本质是存异而非求同、生命周期极短、消费者对品牌不忠诚, 因此生意本质是比较烂的

- 相对价值:酱油和料酒的对比, 酱油主要用于调味、而料酒主要用于去腥
 - 一 酱油:高瓴很早投资了海天、中炬高新
 - i. 对于一盘菜而言, 最后那一勺酱油对口味的提升作用是巨大的, 而一勺酱油 最好的和最差的就是 5 毛钱和 5 分钱的差别, 相对于菜肴本身的成本价不值得一提
 - ii. 因此酱油市场 500 亿的规模一直不涨, 但是结构化调整一直存在(客单价提升, 消费升级)
 - 一 料酒
 - i. 5 年前高瓴调研老恒和料酒的时候, 管理层讲的故事料酒的使用场景 300 亿, 但是料酒本身只有 30 亿, 剩下 270 亿都是黄酒、啤酒充当的, 因此存在消费升级料酒专业化的空间

- ii. 但事实上料酒最重要的作用是泡肉去腥，而肉的价值通常只有几块钱，而那一碗料酒的价格好的差不多 8-10 元，因此价值提升没有酱油那么明显，因此 300 亿市场是存在的，但是 30 亿替代 300 亿是勉强的

- 成瘾性
 - 薯片具有代替烟的功能，吃薯片和烟绑定，一旦开吃也很难停下来
 - 嗑瓜子具有社交性，吃坚果既没有成瘾性也没有社交性
- 获得容易性:品类的获取时间每增加 5 分钟，竞争对手以数量级增加
 - 双汇的竞争对手不是金锣(不在一个体量)，而是楼下的包子铺，因为包子铺的竞争直接体现出了双汇获客成本价格，步行到超市的时间拉长到 15min 就可以吃快餐和外卖了
 - 因此，方便面的壁垒比袋面高，因为 60%的袋面是超市售卖拿到家里煮的，而方便面可以提供及时性价值
- 生意的盈利能力跟两个因素有关
 - 给消费者提供的价值
 - 品类本身的特点:世界上 70-80%的生意不需要花时间看
- 真正好的品牌终归一句话:获取消费者的成本很低，消费者离开的成本很高
 - 费用反映了获取消费者的成本，毛利率反映了消费者离开的成本
 - 很多生意在过去的 100-150 年内，可以长期获得超额的 ROIC 的资本回报率

5. 人和组织能力:重点是要解决该生意所面临的 bottle neck

- 海底捞:组织的成功使得海底捞卖大多数服务属性重的都很容易成功，只是在标准品会遇到一些挑战

- — 餐饮行业的最大的问题
 - i. 消费者很难对品牌有忠诚
 - ii. 劳动力问题
 - 1. a) 低端、难于管理:很多小学未毕业，因此在海底捞人均 100 元的餐费中一半是服务、一半是供应链，而餐饮行业的大公司基本都是快餐公司(不需要管人，只要管供应链)

- 2. b) 劳动力稳定性不高:需要标准化培训管理和选拔过程, 10 万的队伍很难避免裙带关系

— 海底捞成功秘诀

i. 计件工资

a) 服务员:大厅 4 元/客户, 包间 6 元/客户

b) 教练组:门店对总部教练组, 没有大区事业部, 教练组由最优秀的大区经理组成, 对门店开店进行指导, 发力点以门店为主, 店长为开店指导付费(10 万), 而且自由选择由谁来进行服务

c) 研发新菜式:新菜式售卖提成 1 元

ii. 私有产权:将人力的投入和培养进行产权化, 并等同于股权, 店长分 5%+ 师傅分 2-3%是公开的, 但是只要徒弟还在, 哪怕师傅走了都可以持续分钱 是很多人不知道的, 也很少有公司可以做到

iii. 师徒制:师傅>徒弟>徒孙

iv. 过程指标

a) 店长分成利润, 但是考核客户满意度和员工努力程度而非利润, 理念是过程做好了结果自然不会差

i 海底捞店长平均 5-6 万月薪, 好店长可以拿到 10 万, 基本都是同行 10 倍以上

ii 曾经有个八次翻台率的店(相当于早上都有人吃火锅)店长评级为 C 拿不到店长分成, 连续几次 C 之后连徒弟都拿不到, 损失非常大

b) 海底捞总共 100 亿收入中 2 亿投入做 review 系统(盲测系统), 发券给神秘访客去消费>填问卷

c) 过程考核天然地踢掉了很多裙带关系并且避免了腐败联邦, 店长对评级极其珍惜

i 师傅只会带最好的人才成为店长, 而私有产权又可以保证其对人才的投资是持续有价值的

ii 购物中心贿赂店长开店引流也存在困难, 一方面 20 万贿赂只是店长 2 个月工资, 另一方面师傅徒弟都会帮助监督不合理选址

v. 给利益不给权利

vi. 内部组织市场化:火锅底料单独拆分是 500 亿公司, 每个成本中心都极具市场竞争力

• 安踏

— 过去 5-10 年内中国大消费品公司很少有新品，原因是大组织会把小的组织吸掉

i. 百丽是绝对的女靴之王，百货商场中 25% 柜位，但是百丽的小品牌都没有做起来

ii. 女鞋品牌不容易出现区隔，本质上是款式驱动，同一个款式 AB 都有但是价格不同是很容易出问题的，这就导致大品牌会凭借渠道优势抄小品牌的款来卖，把小品牌挤掉

— 安踏之所以成功是因为 12 年抓住了两个事情

i. 抢了李宁的企业资源，占住了国家队

ii. 李宁全部都是大经销商，经销商还在卖 3-4 年之前的货，不愿意低价甩卖买新货

— 安踏在 18 年下半年进行了深入的组织再造，威力尚未完全发挥

i. 纵向：分为基础运动区（以安踏为代表）、运动时尚区（Fila），户外运动区（迪桑特、始祖鸟），每个品牌都有品牌经理

ii. 横向：供应链（赖世贤）> 品牌&产品（丁世忠）> 零售（James）

a) 每个品类的后台供应链、零售是完全不一样，以供应链为例，供应链部门负责制定标准&奖惩制度，规定每个品牌一级供应商、二级供应商的标准，但是事业部自己来按照规则管理供应链群

— 组织调整的优势

i. 在同一事业群内，后台能力的统一有助于小品牌直接复用现成的供应链和零售体系，将供应链、零售能力模块化，在事业群内进行品牌的大带小，既尊重总体规律又抓住了各自规律

ii. 品牌经理只需要对货本身和品牌本身极其有 Insight，极大地降低了对品牌经理的要求

• — 组织结构的调整是单品牌向平台扩张的重点，其中核心目的是

i. 从事业部的能力上升到了集团层面，将能力变成接口集

ii. 将个人能力变成组织能力，抛开个人层面的历史包袱，避免个人被部门的利益拴住

• 美团 CEO 总结的管理的四个境界

• — 八仙过海，自然成长

• — 目标预算，言出必行

• — 过程管理，培养人才

• — 借假修真：组建团队攻打城市的风险是非常高的，这个过程中业绩指标是假（是不是能成功），能否锻炼组织能力是真，而组织能力将会影响到长期的业绩指标

6. 对环境的判断

- 市场格局:四种市场格局:高单价单寡头、低单价单寡头、高单价双寡头(都能挣很多钱)、高单价会战(挣的钱会少很多)、低单价会战(挣不到钱)

- 同样的生意在不同的环境下差异很大, Top1-Top3 之间与全市场的比重会极大影响公司的盈利能力(6:3:1:0 和 2:2:2:4 就有本质区别), 而和上下游行业结构关系很小, 因此行业成本集体下降, 行业中的公司不一定更赚钱

- 啤酒:Nature 很好的品牌, 但是在不同市场差别很大:百威英博在澳大利亚可以有 50%的 EBIT margin, 和茅台基本无区别, 但是在中国只能挣到 3-5%, 因为在中国就是低单价会战

- 水泥

- i. 海螺水泥在过去的十年内没有涨过, 因为虽然中国是基建大国, 但是供应端弹性很大, 因此只要水泥涨价供应马上就能反应充分, 行业再次陷入低单价会战
- ii. 海螺水泥在最近一波行情中上涨了 4-5 倍, 原因就是供给端出现了深刻的变化, 国家出于环保禁止挖掘石灰矿、卡死能耗指标, 因此即使这一波基建需求的复苏远弱于历史需求上涨, 但是供给端环境变化导致水泥吨单价创新高

- 规模效应:一般而言随着规模上升成本会下降, 其中需要关注两个问题

- 库存:A 股的三夫户外 360 天库存、迪卡侬 3 个月的库存, 库存代表的是 ROIC 的重要方面, 因此同样的 ROIC 下对利润的要求是不一样的, 结果是迪卡侬的加价率非常低

- 人工的相对成本

- i. 墙开(高瓴投资了公牛电器):高瓴研究海外的时候发现在弱电领域最好的是墙开, 强开机是需要安装工的, 而墙开是典型的人力成本(50 美金)比材料成本(5 美金)高 10 倍的品类, 虽然对消费者是低频场景、对品牌没有感知, 但是安装工是高频场景, 对安全性(否则出生命危险)、耐用性(否则要不断上门维修)的要求非常高, 因此人力成本上升的情况下安装工一定会选择品牌, 施耐德相比于杂牌会有极大的溢价, 安装工的离开成本很高

- ii. 石膏:石膏 10 块+龙骨 30 块+人工 60 块, 一次性装 100 坪石膏最贵才 1,000 元, 但是一旦出现事故需要安装工一个早上的人工

- iii. 马桶:欧洲马桶一般 500 欧, 欧洲的房子很小, 排水系统全部都在墙里, 因此一旦出了问题需要将墙凿开维修, 替换成本非常高。瑞士某马桶公司过去 10 年上涨了 10 倍, 市场份额 30%, ROIC 1:5, EBIT Margin>25%

- 定制家具

iv. 家具的特点:低频、功能驱动(很容易被抄袭)、供应链很难规模(过去的家具都需要雕刻加工)

v. 宜家解决的问题

a) 使用板材实现了后端供应链标准化, 解决了一端的成本曲线优化问题

b) 高频+低频解决获客问题:50%的生意来自于 Home Fashion, 强行把 10 年的购买周期缩短, 降低单次获客成本

iii. 国外成功的宜家模式, 在中国可能是定制家具

a) 中国市场的区别

vi. 中国房子小、楼房多、地不平、空挡容易落灰

vii. 中国信息化发展速度远高于其他国家:使用软件实现 3min 出图, 无需现场展示

b) 定制家具后端板材实现标准化, 前端本质上是积木拼接

• 行业增长不代表头部公司一定增长, 行业的内部结构变化更重要

— 康师傅:要留意

i. 康师傅在过去的 20 年内在香港涨了 30 倍, 但是 13 年之后出现巨大的颠覆, 从 24 块钱跌到 5-6 元

ii. 饮料全行业的增长一直维持在 10%-11%, 康师傅的逻辑是行业增长 10%, 自己作为龙头理应比行业增长快一些, 但是却忽视了行业的内生变化, 死磕原有的品牌, 错过了真正增长的品类

iii. 康师傅核心价值:一瓶水卖到 300 万终端(渠道资源)、便宜的价格, 但是这两个点 90 后不买账

iv. 饮料行业 12 年的四大天王 diver 水、果汁、碳酸和茶占了 85-90%的量, 收入占 70-80%, 而近年来的增长只有 0-5%;替代 Driver 的是高单价、场景细分的高利润品类(佳得乐、可乐、红牛), 利润占比则超过 50%

— 周大福

i. 收入大头是黄金、但利润大头是钻石, 且钻石过去几年 YoY30%, 贡献了绝对的增长

a) 周大福钻石收入中 70%是单颗钻石, 因此绝大部分场景是用于求婚了, 而求婚场景是很难以重复的, 不具有连续性(和人均收入增长不挂钩), 因此这部分的 driver 主要是人口

b) 因此，周大福 07 年到 12 年上市，钻石业务从 700-800 万收入增长到 1300 万，上市第二年就赶上了业务的最高点；新世界百货 1976 年上市，上市后跌了 50-60%，而用了 20 年才回到上市时的估值

ii. 大陆 50%、香港 50%，而香港大部分是由大陆客贡献的

a) 香港酒店入住率：香港酒店具有大陆客接待资质需要 5-8 年的审批周期，而 12 年时候香港酒店全年的入住率高达 92%，几乎没有检修的时间，因此行业见顶的可能性很大

• 行业龙头可能只是环境造成的

— 老二理论：当环境发生变化的时候老大受束缚，老大做组织改革有阻力（内部组织资源再平衡、组织里资源分配），但是老二对环境变化是高度关注的，反而容易转型，因此好丽友打败乐天、统一打败康师傅、伊利打败蒙牛

— 蒙牛 vs. 伊利

i. 蒙牛成功很大部分是靠区域出口

a) 内蒙是牛奶供应的低点，蒙牛第一部将内蒙当地品牌打掉，另外对蒙外经销商实行联产责任到田（画圈+充分发挥经销商积极性）

b) 但是就如同中国改革开放一样，联产责任到田最大的问题是制约农业机械+土地流转，很多蒙牛的区域经销商小学没毕业可以做到 10 亿收入+6,000 万利润，没有进一步榨干区域市场的动力，因此无法在跑马圈地之后做精细化管理

c) 因此伊利和蒙牛的差距永远不再核心市场而在边缘市场

d) 伊利转让优然牧业后，增速每年比行业增速多 10%

ii. 力量转化是动态、复杂的，18 年之后两个公司又开始不断接近

a) 17 年伊利 73 亿 EBIT、蒙牛 33 亿 EBIT，其中 6 亿来自于规模（短期难以追上）+6 亿政府补贴（政府态度无法改变），剩下护城河并不高

b) 蒙牛新加入高管卢敏放带来了新的变化

i 蒙牛原来每年做奶粉采购亏损 5-6 亿（伊利精准很多），但是卢敏放上台后通过和上下游的长袖善舞，很快把窟窿补齐了

ii 卢敏放情商非常高，17 年完成了对现代牧业的收购后半年就抛售，和现代牧业高丽娜仍然维持了良好关系

c) 伊利作为高利润的防守方比较难受:因为竞争对手的市场投入可以一边拉动市场份额一边拉动利润率,但是对于防守方而言市场品牌投放是额外的成本

iii. 到现在蒙牛手中的 buffer 越来越少,奶粉市场几乎很难追上伊利,因此在经历过去几年的高增长之后两个公司又会进入平行发展的阶段

— 七度空间:虽然是行业老大(且第二第三都不强),但是市场中的每一个增量因素都是不利的,所以保持增长会伴随着 ROIC 的巨大下降

i. 客群:七度空间是三四线少女,苏菲是一二线熟女

a) 年龄:

i 七度空间通过充满少女感的广告和包装对人群进行精准定位,七度空间 25 岁以下占 60%,

ii 卫生巾产品是从 14 岁覆盖到 50 岁的,但是真正的品牌转化都是在 23 岁到 25 岁发生的,这个阶段从少女变成熟女,从学校走向工作岗位

iii 七度空间产品分为少女系列和高年龄段系列,而之前品牌对人群精确的定位反而定义了品牌的边界,熟女系列一直做不起来,导致增速突然发生陡降

b) 地域:一二线城市客户占 20-30%,贡献了整个市场 40-50% 的消费量,每年的增速达到 30%,对于七度空间而言是很难啃的骨头

ii. 电商化

a) 卫生巾类似纸尿裤,具有重复性购买、品牌忠诚度很高的品类

b) 但是电商对品牌的格局产生了深远影响,七度空间从线下 25% 的份额下降到 11%,第二名联合利华引入了从日本进口的苏菲

— RIO:曾经在一年之内上涨了 10 倍,而同期高瓴重仓的白酒不断下跌,对消费组造成了很大的压力

i. RIO 已经存在了十几年(最早在深圳的超市里随处可见),其成功很大程度上源于和 KTV 场景的深度结合,和场景结合很容易形成品牌 image(在饮料品类中很难得),因此 EBIT Margin 高达 30-40%,几乎和酒类一致

ii. 但是市场空间存在问题

a) RIO 和高端小瓶啤酒较为类似(定价~10 元、场景也很像), 但是高端啤酒只有 140-150 亿

b) 高瓴对 RIO 卖得最好的 KTV 进行了调研, 高端啤酒:RIO 几乎是 5:1, 背后的原因是只有女生喝 RIO, 而男生人多、酒量大, 因此在这个场景下 RIO 做到头只有 30 亿的盘子

iii. 易拉罐改变了酒水品类的生意属性

a) 易拉罐酒类市场占有率快速上升到 30%, 并扩张了酒类的人群, 生意属性变化一方面意味着边界扩张、收入规模扩大, 另一方面极具拉低了生意门槛

b) 饮料品类本质上是功能性属性, 中国没有诞生可口可乐公司的土壤, 而可口可乐本身具有特殊历史原因

— 可口可乐

- i. 可口可乐刚诞生的时候产品形态是玻璃瓶, 更类似于啤酒, 存在运输半径并需要回收, 因此在可口可乐生态系统中诞生了一些大的供应商负责销售
- ii. 美国有严格法律禁止酒水饮料的垂直垄断: 品牌商不能控制经销商、再用经销商去控制门店, 因此品牌商竞争的是生态系统效率, 品牌商可以不断研新的单品复用生态系统
- iii. 日本发明了 PEG, 使得饮料变成了单程可抛弃, 因此 SKU 数量急剧丰富、汰换频繁, 饮料品牌很难存活
- iv. 中国公司是全产业链结构: 康师傅 5 万、统一 3 万人、农夫山泉 2-3 万人, 各个品牌商都在同一渠道厮杀, over supply

— 三全食品

i. 投资故事

a) 市场环境: 老龄化、少子化、家庭核心化, 做饭比例低, 促进便捷食品

b) 龙头效应明显: 三全食品占 25%、老二思念(新加坡退市)

c) 利润率才 5%, 提升空间大(但现在已经下滑到 2%)

d) 管理层不错

ii. 故事的问题: 仔细研究一下就知道品类不值得花时间看

a) 没有成瘾性和便利性

b) 全球几个主要便捷食品的大公司 ROIC 都不超过 5%: 日本公司(饭团和饺子)、美国公司(披萨), 表现形式不同但本质一样

- 当环境发生改变的时候，要特别小心赚环境钱的公司的投资逻辑恶化

— 成本上升不是坏事

- i. 12 年的时候奶源不足，奶价上升，供给跟不上需求，品牌商从比拼销售能力变成了比拼供应链能力，所以虽然成本上升，但是蒙牛和伊利获得了催化剂做产品高端化，反而利润率提升了
- ii. 12 年之后奶源充足了，奶价下跌，两家公司又显出了原型，全行业重新回到了价格战，遇到了最痛苦的三年

— 阿里零售通实际上将很多事物的本质打回应有的样子

- i. 原来头部品牌在线下所谓的渠道能力、价值链分配能力消失了，品牌通过早期业务员跑店积累的优势被阿里统一化、中心化批量拉平了
- ii. 渠道开始回归纯粹的利益导向，甚至开发自有品牌，但是即使如此，这样的变化对茅台影响非常有限
- iii. 如果零售通最后真正做成，中国 80%以上的消费品不用看了

— 电商出现的时候，所有的消费品中有 70-80%的行业变得更分散，更分散的品类。特点是在电商里 80%的流量来源都是品类(先搜索女鞋>销量排序>选择单品)，反之更集中的品类 80%的流量来源于品牌搜索

i. 服装

a) 供应链 nature 很差，因此服装品牌最大的成本不是门店，而是时间成本(3 个月存货跌价 50%，折算到每天的毛利润损失高达 1.x%)

b) 所以对流量的掌控和高价变现转化是传统服装行业核心，势必要用极高的加价率来对抗库存跌价，正因为如此，服装行业是被电商改造最深刻的行业

ii. 女鞋

a) 行业在电商冲击下急剧分散

i. 百货商场中的位置=流量来源，鞋类陈列在化妆品外侧，柜位很浅，所以消费者逛商场对鞋类的触达率非常高，品牌的核心就是进店流量到转化，取决于供应链能力

ii. 百货商场的扣率:100%经过 1 层、80%经过 2 层、30%的人流才会经过 6 层，但是 1 层的扣率是 15-20%、6 楼是 30-40%，平均下来 20+%，原因就是约在楼上的品牌约没有影响力、供应链能力差(转化率不好)，所以扣率自然就会更高

b) 不同于服装，鞋类因为有鞋楦，因此 Nature 会更好

i. 单个鞋楦投入~几万，因此单品只有上量才会经济

ii. 80%销售额来自于女靴和平底鞋，越复杂的鞋类(女靴)集中度越高

c) 百丽:高瓴以 5-6 倍 EV/EBITDA 控股了百丽

i. 百丽出现的问题

1、线上威胁:全行业的线上占比从 0 上升到 20%，但是线上极度分散

2、线下面临了百货公司向购物中心的结构性转化:购物中心的中庭很大、不同商品之间有距离，流量的布局方式不一样，因此消费者的动线(流量曝光)无法被品牌控制

ii. 高瓴的观察点

1、高瓴相信鞋的消费场景最终 60-70%在线下，因为需要试穿，而线下客单价出现明显的下降，线下生态在进行重新自我调节，吸引年轻消费者

2、线上出现了淘宝到天猫的转移，背后是从杂牌伪劣商品向正品的迁移，从低价到高价的转移，消费者线上消费动机从图便宜转向便利

3、在上述两个过程中，百丽的市场份额在上升的

iii. 白酒、运动、调味品更接近于生意的本质

a) 在市场最差的时候白酒头部品牌的份额是上升的:12 年的时候 800 元以上白酒产量 4 万吨，茅台不到 2 万吨+五粮液 1 万吨，但是高端酒领域茅台后来变成了 100%的份额，而茅台+五粮液一度市场占有率达到 40%，电商时代后比烟酒店时代集中度有显著提升

b) 这一类直接通过品牌搜索的品类渠道没有提供任何价值，最终会陷入同品牌比价的价格战泥潭

— 葡萄酒:张裕是高瓴非常著名的失败案例

- i. 当时高瓴得出的结论是进口酒很难打败国产酒，因为中国 60%的葡萄酒消费是 on trade(餐饮)+20%商超，餐饮渠道的中国特色是“买店”，需要 300-500 万的前期投入，而代理商只做一年的代理，不希望投入成本为他人做嫁妆，因此大多数杂牌无法占据餐饮渠道，品牌具有比较高的进入壁垒
- ii. 但是上述逻辑在 12-13 年之后崩盘，限制三公消费之后餐饮整个市场下滑，而自带酒水+团购的模式将餐饮的市场格局瓦解，因此张裕树立的高壁垒顿时消弭

— 精酿啤酒

- i. 美国最初基本都是分散的工厂，工厂数量=品牌数量，80 年代开始整合，整合之后开始精酿化，工业啤酒公司节节败退

- ii. 美国成立了精酿联盟，根源是叛逆的波西米亚文化，如果任何精酿啤酒厂被工业啤酒公司持有超过 25%以后就不被视为精酿啤酒
- iii. 中国没有精酿联盟，工业品公司都在收购精酿啤酒公司，而参与者基本都是当年在这个领域折戟的公司(百威)，会额外避免重蹈覆辙，因此市场格局和美国有非常大的不同

- 行业的大型机会背后对应的都是供给端的趋势

- 淘宝和美国的背后是 80 后的崛起:80 后最大的特点是成长过程中没有兄弟姐妹，因此天生不懂得如何和人相处，因此毕业之后工作不顺利更希望去做小生意

- 全球供应链从美国>日本>韩国>台湾>大陆的转移过程中，只有中国诞生了大供应链公司(申洲国际)，原因是什么

- i. 大陆思维 vs. 岛国思维:当人力成本上升的时候，台湾老板更倾向于把低端让出来，从产业链上更加钻研高精尖的高价值链环节，但是大陆老板希望什么都做，把规模做大

- ii. 美国的配额制是全球供应链割裂的罪魁祸首:美国作为最大的消费市场，其配额制度导致任何一个国家在该品类进口配额用尽之后需要花钱买配额

- a) 大规模是否做不了高精尖:不是，因为规模大天生就有更多的预算做 R&D 去挖人才，所以规模大一定高精尖研究实力更强，不存在小国有比较优势

- b) 因此 05 年之后配额制取消，全球供应链开始重构，申洲才开始崛起

- iii. 申洲国际 vs. 利丰:申洲国际从 09 年至今涨了 100 倍，而利丰作为香港重要的蓝筹股跌了 99%

- a) 利丰集团是典型的挣环境的钱:最开始全球大型的零售商(如沃尔玛、服装公司)在亚洲没有供应链采购能力，所以利丰来作为中间商来寻找本地供应链，挣的是中间商差价

- b) 申洲国际则是超强供应链的代表:和品牌商直接发生关系，承接耐克、阿迪达斯、优衣库大型品牌商

- c) 申洲国际和利丰是两个时代的代表，利丰的下跌是必然的，和估值没有任何关系，这就是邱国鹭所言的“价值陷阱”

- 供应商的三个重要价值:品牌商本质上是大型供应链公司，而非生态系统或者零售公司

- i. 创新落地

- a) 耐克 2 年前很火的 flying 鞋:历史上最快实现\$2bn 销售的单品

- i. 耐克和其他公司一同研发，最开始找了台湾的代工厂来做，但是发现成本报价在 1,500 元，售价 4,000 元无法支撑

 - 1、传统鞋类是由好几片组成，需要 4-5 个人工缝合

2、Flying 最大的特点是可以像袜子一样织出来，人工成本降到 非常低，但是其中对线材使用、织法对传统鞋类企业都是陌生的

- ii. 后来耐克找申洲国际，通过系统直接让成本降低到了 200 元，而 同期阿迪达斯的竞品如今只有 1 个亿销售，全球找不到供应商， 因此耐克愿意给申洲国际很高的溢价

b) 台湾儒鸿:过去 5 年里面上涨 30 倍

- i. Lululemon 的生态系统公司，主要做尼龙 66(非常娇嫩的材料， 放在冷柜里，温度波动几个点会变脆)，用于女生的瑜伽服
- ii. 相较于男生出汗多对韧性要求高，因此一般使用 Polishes 聚酯纤维，女生出汗少对舒适度高、弹性要求高

ii. 维持良率下的交期:创新概念的规模化

a) 耐克的供应商非常多，台湾、香港都有上市公司，但是每个人扮演的角色不一样

- i. 针织和梭织:鲁泰主要做梭织，但是梭织是无法变化的，因此没 有很大的希望，真正的大供应链公司都是针织的
- ii. 特种部队:如台湾飞燕、沙比纳，帮助 Nike 试验高精尖材料(费 德勒的衣服使用的镭射工艺)，但是这种高精尖科技无法规模化生产

b) 马威

- i. 优衣库深圳的供应商，单独成立了马威抄袭优衣库，优衣库当即 把订单收回交给全球供应商
- ii. 结果 1 个月后又全部送回来，因为全世界没有人可以做得 到在规 模量产下的交期，15 天交期延迟对于服装公司而言等于 6%毛利 损失

iii. 成本控制

• 供给和需求的行业也同样重要

— 中国快节奏的变化会将长期问题短期化，长期的美好前景不影响短期先跌 80% (定制家具)，因此坚定地长期持有挺过短周期的过程非常痛苦

— 消费周期四个阶段

- i. 需求爆发，供给空白:品牌渗透率快速上升，是投资第一个最佳时点
- ii. 需求适中，供给明显提升

- iii. 需求弱化, 供给上涨, 供给面临压力测试
- iv. 需求见顶, 供给去化: 是投资第二个最佳时点, 因为行业整合会出现 2-3 家公司的寡头集中来实现利润的快速集中, 出现赢家通吃的局面(美的、格力、伊利、蒙牛)

— 啤酒

- i. 09-10 年需求爆发, 供给开始长大
- ii. 10-15 年人均消费量开始下降, 但是供给还在增长, 竞争非常惨烈, 行业老大只有 2-3% 的利润, 把投资人的预期都打掉了
- iii. 15 年出现了 new driver 客单价, 又进入了投资的 perfect time
 - a) 行业头部公司发现销量陷入困兽之斗, 而产品单价却有 6-10 倍的空间, 价格越低的产品销量越少
 - b) 12-13 年是巨大消费品的拐点, 背后的原因是 90 后已经 23 岁了, 开始加入市场

— 定制家具

- i. 从 nature 上来说有很大机会, 目前处于需求向下供给向上的第二阶段, 如果可以成功进入第三阶段将会出现单寡头或者双寡头的局面, 实现赢家通吃
- ii. 现阶段出现了很大的变化, 整装和包装比例快速提升, 决策者从消费者转移到设计师, 从 2C 的生意变成了 2B 的生意, 对很多其他领域也产生了影响
- iii. 国内外对比
 - a) 韩国汉森
 - i. 成本结构: 出厂价 70%, 10% 分给 3,000+ 个外包服务的安装工人
 - ii. 工人工资高、强绑定: 零售额 100 亿折算这些工人的平均年薪 25 万, 汉森和这些安装工有非常 close 的关系, 新品需要安装工人师傅+徒弟一块培训、学习
 - iii. 在人工成本上涨的大环境下, 对人工的周转效率控制是至关重要的: 汉森人工组合可以实现 1.5 个小时安装一套橱柜, 是同行的三倍。这意味着 10% 的安装成本在同样售价下同行需要花 30%, 因此汉森能挣钱其他竞争对手挣不到钱
 - b) 中国市场: 大经销商模式, 本质上是产品+服务, 品牌商对零售和服务没有控制力, 整体来看比较粗放
 - i. 成本结构: 出厂价 50%, 成本 33%, 门店租金 10+%
 - ii. 目前中国人工/材料费还是 1:1 的关系, 因此 B 端还要在材料上挣钱, 未来中国市场会越来越像国外