



投资中的护城河

联系人 吴晨曦
电子邮箱 wu.chenxi@jyqh.com.cn
电话 021-68555105

一、护城河的定义

护城河即可持续的竞争优势。

二、护城河的缘起

这个世界的多数商品受到供求定律的影响——当需求的迅速增加时，如果供给一时不变，那么价格将快速上升，从而吸引市场增加供给，进而令价格回落。

但凡受到供求定律影响的商品，巴菲特称之为“普通商品”。即无差别商品。比如铜锭，比如机票。这类商品的生产者只能够在突发的供应紧缺年份赚到大钱，其他年份不是回归到平均利润，就是持续亏损。

“普通商品”能够被竞争对手复制，这样的企业没有护城河。能够抵抗供求定律影响的企业，即拥有护城河的企业。

三、虚假的护城河

正如李鬼和李逵难辨，昙花一现的好消息和长期竞争优势的特征也非常相似。

优质产品

优质产品未必代表对手不能跟进。

高市场份额

只要低价，甚至忍受亏损。谁都可以获得市场份额。市场占有率高并不等于利润高。苹果市场占有率 20%，利润一度占到全行业的 105%（有的企业亏损）。

卓越管理

优秀骑手在马路上驾着驴，也追不上普通人开着汽车。商业模式比管理层更重要。巴菲特曾一边盛赞伯克希尔纺织厂的卓越管理，一边认同将其关闭。

四、真正的护城河

即使知识广度能够让投资者更早的接触到新行业、新事物。但范式转移总是和泡沫相伴相生的。只具备知识广度的投资者在 90 年代投资互联网，99%以上的概率也是买入一地鸡毛。10 年前加密货币市场上的品种，留存至今的同样寥寥无几。

一言蔽之，有护城河的企业，即拥有“涨价权”的企业。护城河往往来源于这样的特质：

无形资产

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。几乎所有的汽车都有品牌，但不是所有的品牌都有“涨价权”。无形资产包括政府给予的牌照、对手绕不过的专利、商标等等。比如到达上海的航班只能付费停在虹桥或浦东机场，而这两处都属于上海机场。

转换成本

换个牙膏牌子易如反掌。而换个手机品牌就麻烦不少。换个电脑操作系统更是代价高昂。设计师常用的 AutoCAD 软件能够每年收费 1775 美元，底气正是源于其高转换成本——设计师们从大学开始就在学习这个软件，整个行业的设施都和这个软件兼容。

网络效应

网络效应即，随着用户人数的增加，其产品或服务的价值也在提高，由此吸引更多的用户加入。微信就是网络效应的典范。同样的，越多的人使用一种操作系统，就有越多的开发者开发软件，从而带来更多的人。

“Consensus is not a state signified by simple agreement, consensus is reached when everyone's concerns have been addressed. Consensus is a process.”（共识并不是一个简单的协议，而是在共识这个点上，所有人的关切都得到解决。）

成本优势

规模效应是成本优势的一种。常见于高固定成本比例行业。最关键的并不是企业的绝对规模，而是和竞争对手相比的相对规模。比如台积电的 5nm 工厂初始投资就达到 120 亿美元。固定成本可以分摊到巨量的订单中。这就导致在同一价格下，台积电可以获取暴利，而后来者收获巨亏。同样的，Netflix 一家的影视剧制作费就超过整个美国院线行业，巨额的成本可以轻易分摊给海量的订户，令竞争对手无从染指。

洞彻风云共创未来

DEDICATED TO THE FUTURE

全国统一客服电话：400-700-0188

总部

上海市浦东新区源深路 273 号
电话：021-68559999（总机）
传真：021-68550055

上海营业部

上海市虹口区逸仙路 158 号 305、307 室
电话：021-68400688

深圳分公司

深圳市罗湖区建设路 1072 号东方广场 2104A、2105 室
电话：0755-82874655

大连营业部

辽宁省大连市河口区会展路 129 号
期货大厦 2506B
电话：0411-84803386

芜湖营业部

安徽省芜湖市镜湖区北京中路 7 号
伟星时代金融中心 1002 室
电话：0553-5111762

郑州营业部

河南省郑州市未来大道 69 号未来公寓 1201 室
电话：0371-65613449

铜陵营业部

安徽省铜陵市义安大道 1287 号财富广场 A2506 室
电话：0562-5819717



免责声明

本报告仅向特定客户传送，未经铜冠金源期货投资咨询部授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。本报告中的信息均来源于公开可获得资料，铜冠金源期货投资咨询部力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。

本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。