

超越巴菲特的伯克希尔

【1】超越巴菲特的伯克希尔 1：无可复制的商业模式

各位书友大家好，欢迎继续做客老齐的读书圈，很多人其实都在研究巴菲特的选股，但其实巴菲特的选股并没有什么超能力，苹果、美国银行、美国运通、可口可乐、雪佛龙、西方石油、卡夫亨氏、穆迪、DaVita、花旗集团。已经是明牌的十大重仓股，其中前六家公司，占比超过了 80%。所以巴菲特在持仓上没有秘密，那为什么别人就是学不来呢，秘密其实就藏在巴菲特的商业模式当中，今天我们就来好好学习下巴菲特的商业模式，找来一本书，就是超越巴菲特的伯克希尔，股神企业帝国的过去与未来，作者是坎宁安，这也是一个专门研究巴菲特的人，之前他还有一本书，叫做价值投资者的护城河也是家喻户晓。也是巴菲特股东信的编辑。同时自己也是伯克希尔的资深股东。这本书也得到了巴菲特亲自授权。造访了伯克希尔的内部。揭秘了万亿伯克希尔的秘密。

伯克希尔哈撒韦，肯定是投资界中的一个传奇，他从一家名不见经传的小纺织厂起家，2023 年已经做到了万亿美元的总资产，净资产也达到了 4 万亿人民币，几乎一个工商银行的体量。他的创立者和大股东，就是大名鼎鼎的巴菲特。很多人都有过讨论，巴菲特不在了，伯克希尔会怎么样。而作者坎宁安教授，试图帮我们找到这个答案。伯克希尔已经在巴菲特的带领下，建立了一个必胜的商业模式。巴菲特就像一个好企业收藏家一样，不断地把优质的企业收入麾下。现在他旗下已经有超过 425 家运营子公司，75 个业务部门，25 家分支机构和

25 个业务单元。所以这已经是一个庞大的金融帝国了。

1942 年 3 月，巴菲特买入了人生第一只股票，城市服务优先股，到现在已经是 80 年的时间。而让大家记住的，是可口可乐，华盛顿邮报，卡夫食品，苹果公司这些经典案例，所以巴菲特被称之为股神。但在作者看来，巴菲特绝不只是股神，而是一个名副其实的经营之神。1965 年-2022 年，伯克希尔每股市值的复合增长率是 19.8%，累计增幅是 3.8 万倍。也就是说 1965 年你给他 1 万块，他现在给你 3.8 个亿。而巴菲特也很另类，从不分红，也不拆股。导致伯克希尔每股的价格超过了 60 万美元，你现在想投给巴菲特，你也投不起了。作者说，巴菲特有一种特殊的能力，就是能够看企业看的非常长远，他也非常擅长学习成功的企业家精神，理解一门生意是如何从一砖一瓦发展壮大的，他的管理哲学就是去中心化，雇佣最优秀的经理人，然后下放权力，挖掘这些经理人的潜力。所以伯克希尔也是一个松散的企业联盟，而维系这个联盟正常运转的纽带，就是巴菲特精挑细选的这些管理人。所以他不光是一个好公司收藏家，也是一个好人收藏家。

大部分人都以为，伯克希尔哈撒韦就靠巴菲特一个人的投资能力支撑，但作者说，巴菲特绝不这么认为，他的目标是把伯克希尔打造成一家可持续发展的公司。这本书就是要解密伯克希尔的具体运作，阐述作者所说的价值观的价值，也就是将无形价值转化为经济价值的实践，第一部分回顾了伯克希尔糟糕的起步之旅，最初 10 年为后来形成的企业文化奠定基础。第二个部分，介绍伯克希尔的特质和企业文化，看看这些特质的优势，成就了怎样的经济价值。第三部

分讲伯克希尔的未来。后巴菲特时代的挑战。

我们先来看，伯克希尔哈撒韦的前世今生，巴菲特的投资也并不是从伯克希尔起步的，他在 26 岁的时候，也就是 1956 年，就成立了巴菲特合伙公司，这其实就是现在的私募基金。他的策略主要就是格雷厄姆教给他的捡烟蒂投资法。专门买便宜的已经严重低于账面价值的那些公司。这确实在早期为巴菲特带来了超级回报。在 1965 年的时候，巴菲特依旧按照捡烟蒂的思路，买过来一家新英格兰地区的纺织厂，这就是伯克希尔哈撒韦，他是两家公司也就是伯克希尔和哈撒韦合并而成，这两家公司可谓是历史悠久，伯克希尔棉花制造公司，成立于 1889 年，而哈撒韦制造公司，也成立于 1888 年。两家企业 1955 年合并。由蔡斯家族和斯坦顿家族共同享有控制权。

虽然曾经很有名，也很辉煌，但是在 60 年代，他们已经受到了竞争的冲击。主要是因为美国南部地区，和海外的人工成本更低。所以伯克希尔哈撒韦遭遇到了生存危机，不断关厂，裁员，削减薪资。实控人之间也产生了巨大的分歧。主要争论点在于，还要不要给伯克希尔投资，还要再投资多少。65 年的时候，这家公司的股价已经持续下跌，股价已经跌到了账面价值的三分之一到二分之一。

巴菲特其实很早就听过伯克希尔，在他给格雷厄姆打下手的时候，就接触过伯克希尔的股票，当时账面价值 19 美元，巴菲特以 8 美元开始收购这家股票。他想的是，等实控人回购，自己以 11.5 美元价格出售给他。而且也实控人达成

了口头约定。所以巴菲特就停止购买，就等着卖出了，但最后发现，被骗了，因为公司回购出价只有 11.38 美元。巴菲特觉得他们不讲信用，于是继续收购。甚至还说服其他的大股东，把股票卖给他。

为了促成这笔收购，巴菲特还实地去考察了车间，后来巴菲特的合伙公司，真的把控制权收入囊中。并购了这家纺织厂。所以那时候，巴菲特买的根本就不是股票，而是这个公司。后来马上流言四起，说巴菲特收购伯克希尔，就是为了清盘的。也就是要把他搞破产清算，所以这是一种恶意收购。这时候巴菲特就被架在火上烤了。虽然他很想这么干，但是也不愿意背这个骂名。所以他也一直在给伯克希尔想办法，试图挽救这个纺织厂。但其实整个美国的纺织行业，都早已经大势已去，这不是巴菲特人力能够挽回的。到了 70 年代，股东要勒紧裤腰带，忍受损失，不断缩减厂子的规模，到了 85 年，巴菲特实在忍不了了，永久关闭了纺织厂。

这对巴菲特来说，是一次巨大的挫折，他也从这次教训当中，学习了什么事是不应该去干的。随后他给自己定下了，三条原则，1 永远不参与恶意收购，永远不会清算被收购的子公司。2 只收购那些拥有理想高管的公司。以避免，自己不得不插手管理层的人事变动。也就是说，巴菲特他只想收购，而并不想陷入具体的业务管理当中。3 只收购那些持久永续经营的业务，衰退业务，大势已去的行业，就不再碰了。

所以巴菲特的起步也很艰难，也是从一个大坑当中开始的。1965 年之后，伯克

希尔的防止业务继续恶化，他无时无刻都在想办法自救，而到了 1967 年，巴菲特收购了两家保险公司，国民赔偿保险和国民火灾与海运保险，总共花费 850 万美元。这两个保险业务，为伯克希尔提供了重要的资金来源。巴菲特利用这些保险浮存金，去进行投资和收购。开始了他滚雪球之路，比如 70 年代，他就用这些浮存金进一步扩大保险业务，收购了盖可保险。

但是保险并非巴菲特的唯一爱好，他小时候有卖报纸的经历，所以对于报纸也情有独钟，69 年他收购了奥马哈太阳报。后来这个报纸还因为报道奥马哈郊区的孤儿院而获得了普利策新闻奖，让巴菲特声名大振。所以巴菲特玩的其实也是一手媒体，一手投资的逻辑。这让他迅速声名远播。73 年更是收购了华盛顿邮报的股权，他跟实控人，凯瑟琳格雷厄姆产生了很好的友谊。这家报纸的影响力，要远远高于太阳报。

巴菲特这种低价买赚钱公司的策略，让他可动用的资金越来越多，70 年代初，买下了蓝筹印花公司的大部分股权。这家公司跟保险公司很像，也有大把的现金流，浮存金。他说白了就是印花券兑换商品的业务，但有的顾客不去兑换，或者晚去兑换，他就赚到了浮存金。这个业务在 50-60 年代曾经风靡一时，创造了大量的现金流收入，但到 70 年代很快就不行了。

当巴菲特成为蓝筹印花的最大股东的时候，查理芒格的合伙公司，成为了二股东，也正是从蓝筹印花公司的投资开始，巴菲特和芒格在业务上开始合作。奠定了他们终身的友谊。当时芒格和巴菲特的思路不太一样，芒格鼓励巴菲特要

坚持长期主义，而不只是捡烟蒂。这对于后期的巴菲特转型，帮助很大。那么蓝筹印花之后，巴菲特还投资了哪些生意呢，咱们明天接着讲。

【2】超越巴菲特的伯克希尔 2：收购和炒股票是两回事

各位书友大家好，欢迎继续做客老齐的读书圈，今天我们继续来讲这本书，超越巴菲特的伯克希尔。昨天我们说到了，巴菲特买了蓝筹印花公司，也是从这个时候开始，巴菲特开始跟芒格，有了业务上的往来。早年间，蓝筹印花公司创造的投资回报是合理的，公司产生了一定数量上的浮存金。但随着客户偏好，和整个的宏观环境变弱，这种积分换购的商业模式逐渐消失。消费者对攒消费券失去了兴趣，也就是说消费降级了，大家更倾向于直接降价，而不是满减优惠。这个大家一定要注意，当下我们国家的消费市场可能也会发生这样的变化，原来天猫双十一那一套满减优惠，其实就是蓝筹印花的逻辑，而现在拼多多直接把他秒了。

消费降级后，蓝筹印花的生意就逐渐萧条。所以伯克希尔和芒格这笔投资，其实也不怎么正确，随后他们把蓝筹印花纳入企业集团。最终这家公司从公众的视线当中消失了。当然这家公司，为巴菲特还是带来了卓越的贡献，伯克希尔通过它完成了三笔收购，分别是喜诗糖果，韦斯科金融还有布法罗新闻报。

1971 年，蓝筹印花的一个高管，打电话给巴菲特，告诉他一个潜在的收购对象，这就是喜诗糖果，这家公司的产品，当时很有名。他的历史可以追溯到 1922 年。

用上乘的原料，和独特的配方制作的巧克力，相当受欢迎。他们还开创了一种创新的销售模式，以低价折扣的方式，向教堂，俱乐部和其他团体，提供散装巧克力。然后这些团体，再把这些糖果，转售给募捐的人。喜诗糖果也逐渐做大，店铺越来越多，39 年第一代创始人去世，儿子劳伦斯接手，并且发展壮大。1960 年的时候，已经有 124 家连锁店。后来扩充到 150 家，但 1969 年，第 2 代创始人劳伦斯也去世，此时就没人愿意接手了。于是就想把公司卖掉。

当时喜诗糖果的股东们，开价 4000 万美元，而公司账上还有 1000 万美元，所以真实报价是 3000 万，而巴菲特在看过他的财报后，发现他的税前收入只有 400 万美元。净资产也只有 700 万美元。所以这就相当于，巴菲特得用十几倍市盈率，或者是 4 倍市净率去买这家公司，这在当时来看，是不可想象的，巴菲特从来没做过这么赔本的生意，他都是 5 毛钱买 1 块钱的公司，这次让他花 4 块钱，他就会很肉疼。但是好在芒格说服了巴菲特，让他别太看重数字，还是要关注业务本身。最后他们一致决定，还价到 2500 万美元。成就成，不成拉倒。巴菲特后来说，得亏喜诗糖果接受了他们的还价，否则他将错过一笔伟大的投资。后来喜诗糖果，给他赚了几十亿美元的利润。通过这次交易，巴菲特也悟了，真正的好生意，不要太在乎那三瓜俩枣的价格。拉长周期看，结果差不多。

1972 年-1973 年，蓝筹印花公司，还收购了韦斯科金融 8% 的股份，芒格曾经是这家公司的合伙人。他的核心业务是互助储蓄和贷款。主要解决退伍军人买房问题的。后来准备并入到了圣巴巴拉金融。巴菲特芒格当时发现，韦斯科金融

的股票价格被低估了，而圣巴巴拉金融的股票被高估了。因此他们反对合并。并把这笔交易给搅和黄了。然后韦斯科金融的股价进一步下跌，这时候，蓝筹印花就出来捡尸体了。从而获得了大部分股权。但是当时很多人其实都没看明白，因为巴菲特和芒格并没有按照市场价收购，而是比市场价提高了 20-30%。后来还引发了监管调查，认为巴菲特在操纵股价。巴菲特后来解释，说自己诚信经营，不想趁人之危。并维护蓝筹印花的声誉。但这事多少有点牵强。愿意相信的人还是不多。

到了 1974 年，布法罗新闻报的实控人凯特与世长辞，又是没人愿意继承这份家业，所以找人出售，巴菲特当时已经收购了华盛顿邮报，他跟凯瑟琳格雷厄姆说，华盛顿邮报要不要收购，如果你不买，我就买。当时这份布法罗新闻报还是很有影响的，巴菲特 3550 万美元，买下来这份报纸。但后来这份收购引来了巨大的麻烦，因为他要求布法罗新闻报，也开设周末版，还不涨价，相当于白送周末版，去跟竞争对手信使快报抢生意，这下对方不干了，起诉新闻报垄断，还在自己媒体上，抹黑巴菲特，把描绘成了掠夺者，清算者，垄断者。说巴菲特这个资本家准备摧毁布法罗这个小镇。这场诉讼持续了 2 年，耗费了数百万美元，最后周日版也没出来。

到了 70-80 年代，华尔街之狼风靡，也就是恶意收购很多，之前我们讲过卡尔伊坎，他就是恶意买人家的企业，然后等着对方反击回购，再把股份高价卖回去。在这种交锋当中，还滋生了一个利益方，就是白衣骑士，就是帮助企业反击恶意收购的一方。87 年，所罗门兄弟，就遭遇了佩雷尔曼的恶意收购，转而

向巴菲特求助。巴菲特开出的条件就是，所罗门向伯克希尔发行 9%利率的优先股，允许后面转股。也可以在 95 年到 99 年，由所罗门赎回。

后来不久所罗门就遭遇重大危机，他的员工卷入了操纵债券市场，监管准备起诉所罗门，对他来说是灭顶之灾，而在这时候巴菲特再次出马，担任了公司临时董事长，稳定情绪。并着手改造所罗门的文化。

1986 年，伯克希尔已经拥有了一系列的公司，从糖果到保险业务，非常多元化，跟那个时候的伯克希尔类似的，还有家公司，叫做斯科特费泽公司，最早是机械工厂，生产手枪的，后来还不断并购，也是有 31 个不同业务部门，已经是一个上市企业集团，这家公司的业务架构，对于巴菲特来说非常具有吸引力，堪称微缩版的伯克希尔，当时这家公司，正在遭遇麻烦，有被恶意收购的风险，所以巴菲特就抛出了橄榄枝，伯克希尔支付了 3.15 亿美元，将这家公司收入囊中。

同一年，还有一家公司，主动请求把自己介绍给了巴菲特，这就是范奇海默兄弟公司。巴菲特压根没听过这家公司，他最早的业务是销售各种制服，军事，警察，邮政，运输等等部门都是他的客户。在 1981 年的时候，被卖给了一家外部投资集团，但后来大家都不满意，所以寻求一个新的，友好的买家。巴菲特看了他的企业后，出资 4600 万美元，收购了他 84%的股份。甚至都没有做任何调研，作者说，从布法罗新闻报开始，其实巴菲特就不做实地调研了，这跟他前期的风格已经大不一样。这些公司的实控人，之所以愿意投奔巴菲特，就

是因为在伯克希尔，他们可以继续保持自主管理和经营，巴菲特很少干预。所以除了股份少了之外，对他们来说没有太大的利益损失，反而多了一个金主爸爸，有了一个强有力的靠山。

至此巴菲特的伯克希尔集团，涉及了四大业务，分别是保险，能源，金融和实体，这里面能源部门，一开始很小，主要指的是中美能源公司，后来改名为伯克希尔哈撒韦能源，主要做太阳能和风能的，并对天然气管道业务有所涉猎。金融这块，就是三家公司，克莱顿房屋，和一家家具租赁公司和卡车设备租赁公司。实体就是刚才那两家，范奇海默和斯科特费泽，还有喜诗糖果。当然还有很多很小的公司，也不怎么出名，都是并购过来的，我们也就不一一赘述了。

从营收来看，主要是三块来源，保险业务，非保险业务，和投资，从资产回报率来看，也就是税后利润，除以有形资产的比例，伯克希尔的子公司具有强劲的经济效益，很多子公司资产回报率，从 25%-100%不等。但更多地是 12-20%的，所以说明，巴菲特买的这些公司也不一定都对。比如有一家公司叫做德克斯特鞋业，这是伯克希尔代价最高的一次失败收购。1993 年，伯克希尔以 4.43 亿美元，买下了这个制鞋厂。从这一刻起，巴菲特就犯了大错，而且是一个跟当年买伯克希尔纺织厂一样的错误。美国的制鞋业，正在遭遇海外工厂的冲击，美国工人的成本是其他地方的 10 倍。所以这个行业在美国已经江河日下。虽然德克斯特鞋业的产品，在美国货里面算是优秀，但是跟中国货一比，性价比就完全不在了。2007 年的时候，巴菲特也自己承认，这是他做过的，最糟糕的一笔交易。在收购德克斯特鞋业之前，其实巴菲特还买了一家叫做布朗鞋业的公

司，支付了 1.61 亿美元，但这家公司还好，他们起码拿到了美国军靴的订单。还为联邦政府提供工作靴。这才能够幸免于难，活了下来。而德克斯特鞋业就没有走向 B 端的转型。明天我们盘点一下伯克希尔的业务单元，和他的企业文化。

【3】超越巴菲特的伯克希尔 3：好公司收藏家！

各位书友大家好，欢迎继续做客老齐的读书圈，今天我们继续来讲这本书。超越巴菲特的伯克希尔。昨天我们讲了伯克希尔的旗下业务，保险类是一个重要的业务单元，有 60 年代买的国民赔偿保险，和国民火灾与海运保险，70 年代买的本州保险，90 年代的中部州保险和盖可保险，通用再保险，以及堪萨斯金融担保公司，2006 年到 2010 年，巴菲特又相继买了应用承保公司，美国轮船公司，美国医疗保健公司，美国责任保险公司，2010 年以后，买了守护保险。所以伯克希尔确实是一个巨大的保险集团。保险业务是巴菲特的根本所在，也是他的核心竞争力。

非保险业务这边，70 年代才开始收购，包括之前讲的布法罗新闻报，喜诗糖果，80 年代收购了，做制服的范奇海默，内布拉斯家具城，斯科特费泽，90 年代收购的就更多了，比如中美能源公司，利捷航空。布朗鞋业，冰雪皇后等等，2000 年之后，买了克莱顿房屋，森林河房车等等。2006 年到 2010 年，买了美国商业新闻社，做刀具的伊斯卡。2010 年之后投了伯灵顿北方圣达菲铁路公司。可能很多人奇怪了，这怎么没有巴菲特的重仓股，什么可口可乐，美国银行，

苹果在哪，其实这些重仓股都是巴菲特的投资业务。而上面这些公司，是伯克希尔 100%收购股权的。算是巴菲特旗下的全资全股权子公司。所以你现在明白了吧，巴菲特可不是只买了那么几个公司的股票这么简单，伯克希尔底下光大大小小的公司就有几十家。而这几十家公司，每年也都有巨大的利润贡献。所以巴菲特才有无限现金流。

伯克希尔是怎么把这么多企业都装到一起的，靠的其实就是强大的企业文化，巴菲特常常引用丘吉尔的一句话，我们塑造了建筑，然后建筑开始塑造我们。那些子公司，都是自行选择成为伯克希尔家族一员的。这些企业主，也都非常认同伯克希尔的文化，否则他们不会甘愿把公司卖给伯克希尔。

伯克希尔一直保持着股东第一，员工第二的经营理念，巴菲特时刻都在维护股东的利益，当然他也非常钦佩那些把自己当成股东的经营者和经理人。伯克希尔也一直以永远持有和经营子公司为原则，也就是说他收这些公司进来是想当儿子来培养的，而不是像黑石那样，包装包装就高价往外卖。这不是伯克希尔的文化。而那些把公司卖给伯克希尔的企业主，也都得到了伯克希尔的股票，成为伯克希尔的股东。所以巴菲特说，这是一个公司制企业，但其实也跟合伙制没啥区别，大家用各自的公司，合伙成为了伯克希尔这个集团。

1988 年，伯克希尔在纽交所上市，他的董事会，跟家族企业很像，比如巴菲特的前期苏珊，一直担任董事多年，他的儿子霍华德巴菲特也是董事。好朋友芒格是副董事长。2003 年之后，他又对董事会进行扩充，好朋友可口可乐的唐纳

德基奥，以及美国广播公司的汤姆墨菲加入进来。再后来，比尔盖茨这些好友也是纷纷加入了伯克希尔的董事会。这些董事们，都拥有大量的伯克希尔的股票，领取象征性的工资。巴菲特一个人拥有 40%股份，其他董事和他的家人，以及其他人持有 10%。大家都以为芒格也是大股东，其实不是，芒格一共手上就 4000 多股伯克希尔的股票。当然按照伯克希尔 60 万美元一股的价格计算，也价值 20 多亿美元了。后来老爷子捐了 77 股出去，连一手都不到，但是却价值 4000 多万美元。所以只能说伯克希尔的股票太值钱了。而巴菲特的身价，是芒格的 100 倍。财富相差如此巨大之下，两个老伙计能共事一辈子，确实也相当不容易。当然在那个级别的富豪眼中，也许 20 亿美元，和 3600 亿美元，差别也没那么大。可能也就是在捐钱这一个环节上有差异，日常消费上几乎完全没啥差异了。

对于旗下公司，巴菲特基本也是不怎么管的，都是创始人和企业主们各管各的，只有极少数情况下，需要巴菲特去安排一些人士变动，比如有些公司管的不好，想那个德克斯特鞋业，后来就扔给了布朗鞋业管理。也有些人是巴菲特特别看重和终点培养的，比如金茨勒他原来在保险公司任职，后来被发现有前途后，巴菲特把范奇海默公司给他管理，后来又把喜诗糖果交给了他。

伯克希尔的发展壮大，其实得益于他的企业文化中的这种长期主义愿景。那些创始人和企业主，都愿意给自己辛辛苦苦建立的企业，寻找一个好的归宿，所以即便巴菲特出价比别人都低，他们也愿意加入伯克希尔。而不愿意卖给那种并购基金。在那些基金手底下，企业会被当成猪仔一样，来回倒卖。可能折腾

几次就被折腾黄了。而巴菲特买企业，也有他的逻辑，必须买那些独特商业模式，且有护城河的好企业。比如盖可保险，1936 年建立。当时创始人古德温说服当地的银行家，出资 7.5 万美元，加上他的 2.5 万美元成立，专门把目标客户锁定为美国军官和联邦政府雇员。他认为这些人有公职在身，必然会小心翼翼，所以这是风险最低的司机。于是古德温就用最低的成本为这些人提供保险服务。第一年，他用 12 个人，做了 3754 分保单，收取 10.37 万美元的保险费。尽管经历了二战和大萧条，但是盖可保险的业务，却保持了稳步增长。后来他们不断寻找投资者，转来转去转到了格雷厄姆身上，巴菲特的老师本杰明格雷厄姆成为了盖可保险的董事长，那么自然巴菲特也就有了近距离接触这家公司的机会。也正是在盖可保险这里，巴菲特学习到了保险业务，开始领悟到浮存金的巨大好处。1951 年，巴菲特通过调研就得出结论，盖可保险的直销模式，使其对于那些代理机构的竞争对手有着巨大的成本优势，而其他对手，不可能复制盖可得模式。所以随后他自己也用 10282 美元，这是打工仔巴菲特，当年所有资产的一半，买下了 350 股盖可保险的股票。第二年他就卖掉了这些股份，赚了 50%。当然，巴菲特后来也是无比后悔，因为如果他一直拿着的话，大概是 40 年 100 倍的回报。

古德温后来退休，把大权交给了继承者戴维森，到了 65 年他已经做到 1.5 亿美元保费收入，和 1300 万美元的利润了，但到了 70 年代，戴维森也退休了。盖可保险逐渐转变了策略，开始向所有人承保，而美国也通过了无过失保险法，这对公司造成巨大影响，70 年代他们严重低估了风险，弄得公司差点破产。后来约翰伯恩上台，恢复了承保纪律且控制成本，才把盖可保险救了回来。为

了筹集资金，盖可保险增资扩股，也是在这时候，伯克希尔趁机买入了 15% 的股份。随后又买了几次，吃下了盖可保险一半的股权，这时候其实仍然是盖可保险的低潮期，他的市场份额只剩下不到 2%。并且一直持续了 10 多年。但他的价格也非常便宜，这一半股权一共才花了 4600 万美元。

但巴菲特还是看到了他的潜力和护城河。他说盖可保险的增长，带来了越来越多的投资资金，几乎没有实际成本，本质上说，盖可保险的保单持有人，总体上以浮存金的形式向公司支付利息。盖可保险的盈利能力，来自他的运营效率和风险分类。而这个手段，又反过来为他的投保人压低了价格。1995 年，伯克希尔再花 23 亿美元，收购了另一半股权。可见从 4600 万到 23 亿，这些年盖可保险的价值增长了 50 倍。这主要归功于，巴菲特给盖可保险找的这位 CEO，叫做奈斯利，在他接手之前，盖可保险市场占有率只有 2%，且没有增长。而他接手后 3 年，市场份额增长到 10%。保单数量增长了 42%。人均产能提高了 47%。

盖可保险的口号就是在汽车保险上节省 15% 或者更多，突出了他的成本节约的商业模式。凭借这一优势，他最后发展到汽车保险市场，全美第二的水平。当然对伯克希尔也有巨大的贡献，给巴菲特的投资，提供了巨大的浮存金支持。明天我们再看看，巴菲特的另外几家保险公司，比如国民赔偿保险和通用再保险的商业竞争力。

【4】超越巴菲特的伯克希尔 4：股神的成功很大程度要归功于保险

各位书友大家好，欢迎继续做客老齐的读书圈，今天我们继续来讲这本书，超越巴菲特的伯克希尔。昨天我们讲到了盖可保险，今天来看看国民赔偿保险，他是 1940 年创立的，而且是奥马哈本地的企业，创始人林沃尔特秉持着原则，没有糟糕的风险，只有糟糕的费率。换句话说，只要客户支付足够的保费，任何东西都可以承保。这家公司也是从车险起步，逐渐拓展业务范围。1967 年，林沃尔特既想卖掉公司获得收益，又想继续经营这家公司。所以最好的出售对象就是巴菲特。

巴菲特也是很爽快，见面之后就毫不犹豫的同意了林沃尔特的报价。林沃尔特也很坦诚，他担心的是，自己死后继承人也会卖掉公司，所以与其到时候被糟蹋了，还不如趁着自己还健在，也是公司最好的时候，找个买主。

在巴菲特手里，国民赔偿保险发展壮大，在 80 年代初，他还把业务延伸到了再保险领域，也就是给一些保险公司去承保。很多人不太理解再保险，其实说白了就是给保险公司提供信用支持，比如一家小保险公司，我凭啥相信你，在我得病之后可以给我保障？这时候就需要有家大的公司，提供这种赔付承诺。而再保险就是干这个用的。他来承诺，如果那些小保险公司不赔钱的话，我来执行赔付。这些业务后来被并入到了伯克希尔再保险集团。

国民赔偿保险公司的竞争力在于，专门接那些别人不愿意或者不能承保的业务，比如人造卫星承保，发射失败，保险公司就要赔钱。这事一般人没有把握。2014 年国民赔偿保险，还向 NBA 克利夫兰骑士队的主场，快贷球馆提供保险，

只要你猜中 2014 年 NCAA 全部 64 支入选队的观众，给 10 亿美元奖金。这一概率大概是 1280 亿分之一。所以这算是保险吗？感觉更像是一种彩票。

911 事件之后，大家都被恐怖分子吓破了胆，于是国民赔偿保险，对航空公司和石油平台还有商业大厦，提供了一系列保单，你们被袭击了，我来赔偿。此外，他们还成为巨灾损失保单市场的领导者。比如遭遇飓风袭击，这种损失往往是巨大的，没有强大的财力根本承受不起。而国民赔偿保险，在这个领域也非常具有竞争力。这得益于他们有一个专业的人才，叫做阿吉特贾因，后来管理着整个伯克希尔哈撒韦的再保险业务。巴菲特赞扬他具有正确评估大多数风险的智慧，在保费合适的时候，有签下巨额保单的勇气，而在保费不合适的时候，他也绝不侥幸承保任何风险。

巴菲特对于国民赔偿保险非常满意，他甚至说，如果没有这家公司，那么伯克希尔的市值，恐怕只有现在的一半。所以可见国民赔偿保险的重要意义。几乎就是巴菲特的基本盘。

接下来我们看另一家重要的公司，叫做通用再保险，一听名字你就知道，他的主要业务就是再保险。为那些重大且罕见的风险提供保险。有些保险的有效期长达数十年。

这家公司 1921 年，由两家公司合并而来，那时候美国人对于再保险业务不是很感冒，觉得这是在赌博。而通用再保险，则开创了再保险行业的先河。只有当

保单满足可量化风险的严格标准之后，再加上给与保费的适当定价之后，才会去承保。公司也只投资于高质量且低风险的资产。并拥有更高的储备金。以确保持不时之需。再保险其实是一个刀口舔血的活，很可能一次重大灾难，公司就死掉了。所以他们往往会特别的小心

到了 70 年代，再保险行业兴起，一批竞争对手出现，很多大型公司，也组建了专门承保自家业务的保险公司。通用再保险的业务量和净利润都出现了严重的下滑，于是他们很着急，也就开始违背自己坚持了多年的传统，试图收购一家一次保险公司来抵消业务下滑的影响，但后来发现当时的保险公司们风险都太大了，所以没有收购成功。、

到了 90 年代，压力就更大了。全球化和金融业的发展，进一步挤压了通用再保险的空间。所以他必须自救，94 年收购了德国科隆再保险公司 75%的股份，96 年又收购了国民再保险公司。到了 1998 年 12 月，伯克希尔以 220 亿美元的股票作为对价，收购了通用再保险，这次收购，花了伯克希尔当时 18%的股份。所以也是引起了轰动。

巴菲特和通用再保险的 CEO，弗格森也认识多年，76 年的时候，通用再保险，还曾经帮助盖可保险死里逃生，但后来通用再保险确实发展的不好，99-2001 年，承保损失增加到 61 亿美元，这意味着相关浮存金已经给伯克希尔造成了损失。这时候巴菲特也开始意识到问题的严重性。当时公司承保了太多的核武器，化学和生物风险，这些都是无法承受之重。要不是有伯克希尔撑着，911 其实

就足以让通用再保险破产。

巴菲特后来也忍无可忍，只能把老朋友弗格森换掉，找来约瑟夫布兰登代替了他，迅速纠正公司的方向性错误。并设置了浮存金增长和浮存金成本，作为绩效考核的重要指标。后来这才慢慢恢复，2007 年通用再保险为伯克希尔贡献了 240 亿美元的浮存金。成为巴菲特手上浮存金的最大来源。有了这些浮存金，巴菲特才能在金融危机当中，出手收购一系列企业。后来通用再保险卷入了美国国际集团的一个案子当中，在检察官的施压下，只能解雇布兰登，他的副手蒙特罗斯接任。此时他已经辅佐了布兰登三年。并延续了通用再保险的一系列政策，保持了长期主义的思想。

下面我们再来看看，巴菲特涉及的那些实体经济生意，比如克莱顿房屋，2008 年金融危机的罪魁祸首就是美国的房地产行业，许多金融贷款公司破产，数百万家庭失去了抵押住房的赎回权，但也有一家公司幸免，就是这个克莱顿房屋，这家公司创始人就叫做詹姆斯克莱顿，他出生在一个佃户家庭，通过不断努力念完了大学，而且还发现了一个商机，就是组装房屋市场。1966 年，他通过向银行贷款 2.5 万美元，就创办了这家公司。这种组装房子卖的很好，平均每天都能卖出去 2 套，很快克莱顿就把业务扩展到了房屋制造领域，也就是变成了开发商，然后涉足房地产金融，一跃成为美国最大的低收入家庭贷款机构之一。1983 年还完成了上市。公司市值高达 1.2 亿美元。2 年时间膨胀了 15 倍。在那个年代，经济开始复苏，所以房地产企业发展还是很快的。89-92 年，连续获得美国最好的中小企业称号。1996 年，克莱顿已经实现了 16 年净利润的纪录，

公司营收突破 10 亿美元大关。99 年被评选为美国 400 强。此时克莱顿开始交班，他的儿子凯文成为企业经营者，但是很不幸，第二年经济就衰退，房地产一片混乱。克莱顿通过优秀的业务整合能力，到是也还保持了原有的盈利能力。

2003 年的时候，有个学生，送给巴菲特一份礼物，这就是克莱顿自传，这时候巴菲特才关注这家公司。而巧合的是，伯克希尔刚做了一笔失败的债券投资，这个对象是奥克伍德住宅公司，刚好就是克莱顿房屋的竞争对手。2003 年 4 月，伯克希尔发出了要约，以高出市场价 7% 的价格，收购克莱顿房屋。股东们讨论了半年后，还是批准了这笔交易。伯克希尔看中克莱顿房屋的原因，恰恰就是他不像奥克伍德公司那样，利用客户的无知，从事竭泽而渔的贷款业务。说白了就是，不符合贷款要求的客户，坚决不碰。公司压根就不碰次级债业务，这也让他在随后的金融危机当中幸免于难。而且因祸得福，当竞争对手都因为次级贷死绝了之后，克莱顿房屋成为了行业第一。

还有一家公司叫做乔丹家具，他的核心竞争力就是能在家居展厅里看电影。让顾客能有一种娱乐购物体验。1999 年被伯克希尔收入囊中。另一家叫做本杰明摩尔涂料公司，这家公司 1883 年就创立了，始终坚持品质如一，公平对待每位客户的理念。赢得了非常好的口碑。在环保材料方面也有领先地位，2000 年被巴菲特 10 亿买下。在 2008 年之后，遭遇到了麻烦，市场不景气，所以产生了裁员降薪。随即市场出现了一些批评的声音，说伯克希尔拿走了他太多的钱，榨干了他的血液。公司高管也在背着巴菲特搞小动作。背离了摩尔公司的传统，后来巴菲特知道了之后，果断换了 2 次人，才解决了公司的麻烦。所以可见，

巴菲特也不是什么善男信女，尽量对企业不干涉，但是你要是不行了，甚至危害到伯克希尔整体利益的时候，也照样杀伐决断。明天我们继续来了解伯克希尔的那些成员，并重点讲讲，巴菲特的投资组合。

【5】超越巴菲特的伯克希尔 5：巴菲特的实业投资

各位书友大家好，欢迎继续做客老齐的读书圈，今天我们继续来讲这本书，超越巴菲特的伯克希尔。昨天我们在持续的介绍，伯克希尔旗下的那些子公司，有一家企业，也是一段传奇，这就是内布拉斯家具城，他的掌门人布鲁姆金，人称 B 夫人，一直干到了 104 岁。1916 年，他们一家从白俄罗斯来到美国的时候，可谓是赤贫。没上过学，连英语都不会说。后来他跟丈夫养了四个孩子，用孩子的教材学习，自学成才。自己则做点小生意，开了个服装店。后来 1937 年的时候，他去芝加哥，看到了美国家居商城，受到了启发，回到奥马哈也开了一家，这就是内部拉斯加家具城。

这个行业是很卷的，但 B 夫人坚持，物美价廉，实事求是，童叟无欺。于是树立了不错的口碑。他的核心竞争力，就是节俭产生了低成本优势。但竞争对手不干了，开始联合抵制他们，B 夫人也不惧怕，而是积极应战，且持续扩大优势，专门找低成本供应商合作。不断降价，扩大市场份额。1983 年，内部拉斯加家具城，已经营业面积 2 万平方米，销售收入超过 1 亿美元。巴菲特也对 B 夫人肃然起敬，一直想收购这家公司，但是 B 夫人表示反对。直到老太太 90 岁了，才开始松动。伯克希尔支付 6000 万美元现金，收购 90% 的股份。还承诺

他们家族的自主权和永久性。

有意思的是，后来家里内讧，孙子们纷纷政变要求老太太退休让位，气的 B 夫人，直接在家具城对面，又开了一家工厂直销折扣店。变成了家具城的最大竞争对手。1992 年，伯克希尔不得不再次收购这个折扣店，把他跟内部拉斯加家具城合并。协助 B 夫人解决了家庭矛盾。

类似的企业还有威利家居和明星家具，都是伯克希尔收购的做家具的企业，此外，他还有赫尔兹伯格珠宝，本布里奇珠宝，两家珠宝公司，跟这些家具企业类似，这些都算是家族企业，巴菲特收购回来之后，也依旧让这些创始人的家族在进行运营。伯克希尔寻找那些重视优良品质的家族企业，并赋予他们管理上的自主权，和经营上的连续性。然后双方给彼此提供回报。现在美国也形成了传统，只要有家族企业，快涉及二代或者三代接班问题了，就会联系巴菲特。把自己辛辛苦苦创办的企业，找个好的托付。

伯克希尔的业务，很多还跟飞机有关，比如飞安公司，一开始是做民航飞行员培训的，后来又开始卖飞行模拟器，业务遍布全球，后来又拓展到直升机训练，机型也做了大面积的扩张。

另一家公司叫利捷航空，他也是飞安的最大客户。一开始是为私人提供公务机服务的公司，后来他发现一个商机，单次包租服务，不如卖出去，但一个企业家也用不了，所以他就把所有权拆分给很多持有者，利捷航空来负责维护飞机，

赚取客户的服务费。相当于从卖飞机，变成了卖时间，你买下多少个小时的飞行时间，他就为你提供这些飞行服务。他们算了下账，卖出 800 架飞机的所有权，他其实只需要拥有 80 架飞机就够了。这些买飞机所有权的人，无非也就是想随时使用。保证调配的开就可以了。后来他们拥有了 700 个顶级富豪作为客户，巴菲特也在其中，可见这是一个资本密集型行业，需要大量资金才能维持运转。一开始高盛投了他 25% 的股权。但后来 90 年代，高盛逼着他上市，然后自己退出。但公司管理层不满意，这搞得公司又是在资金上捉襟见肘，所以他就给客户巴菲特打电话。巴菲特则很喜欢利捷航空的服务。于是接下了高盛手里的股权。并通过强大的财力推动利捷航空快速发展，2007 年盈利高达 2 亿美元，2008 年虽然金融危机，但他的盈利继续增长到 2.2 亿美元。不过 2009 年他又一笔减记了 7 亿美元。把利润又都亏掉了。巴菲特也不是很满意后面更换了一个 CEO，开始对公司改革。但也遭遇了不少阻力。所以可见，即便强如巴菲特和伯克希尔，在航空业里面，也几乎没占到什么便宜。所以巴菲特后来总结，带翅膀的不碰。

此外，伯克希尔里还有几家做服装的公司，比如伽蓝服装，这是一个做童装的品牌，他有一套伽蓝动物系列，成为最畅销的产品。贾斯汀牛仔靴也是伯克希尔的子公司，当年美国西部典型的牛仔形象，就是穿着贾斯汀牛仔靴，拿着柯尔特左轮手枪。李维斯牛仔裤，和一顶牛仔帽。还有一家知名的快餐品牌，叫做冰雪皇后，在美国排在汉堡王，肯德基，麦当劳和温蒂汉堡之后，他拥有 4800 家门店。主要是卖冰淇淋起家，开启了加盟模式。后来又卖了热狗，汉堡和其他的美式快餐。他也是因为创始人离世，所以把企业托付给了巴菲特。所

以巴菲特在这种事情上，捡了不少漏。伯克希尔对这些旗下的公司，基本也都采取了无为而治的态度，除非做的实在是不行了，已经严重亏损了。才会出来干预，但也仅限于人事上的调整，给他换个 CEO 什么的。

还有一家对伯克希尔很重要的公司，叫做路博润，1928 年，由一帮陶氏化学的前员工创立，最早做汽车润滑油的。80 年代做到了行业领导者。后来收购了诺誉化工，开始给化妆品公司提供支持。也做工业涂料，是德国化工巨头巴斯夫的重要竞争对手。2011 年达到了 10 亿美元净利润，2014 年之后通过一系列并购，成为了伯克希尔五朵金花之一。

另一家重要的公司就是中美能源公司，99 年的时候伯克希尔以 20 亿美元，收购了中美能源 76% 的股份。开启了公司进军能源产业的进程。2005 年，中美能源和伯克希尔又共同出资 51 亿美元，收购了太平洋公司。2008 年又出价 47 亿美元，收购濒临破产的联合能源，随后又出了数十亿美元，收购了一堆替代能源资产，比如风能和太阳能。2013 年又出 56 亿，收购 NV 能源。2014 年，花 29 亿收购加拿大输电公司。同时把中美能源，改名叫做伯克希尔哈撒韦能源。也就是说在能源领域的投资，伯克希尔都是大手笔，远远超过了巴菲特对于实业的投资金额。

下面介绍一家对巴菲特很重要的公司，也是金融危机之后，他大笔买入的公司，这就是伯灵顿北方圣达菲铁路，简称叫做 BNSF，这现在是美国四大铁路公司之一，有 150 年的历史。铁路公司，代表了 29 年之前的大繁荣，那会工业大爆

发，主要就指着铁路的运力。可能跟现在英伟达的算力差不多，属于是新兴科技成长行业。但到了 30 年代以后，航空，船舶，卡车，管道运输纷纷崛起，经济却持续下滑，所以供需格局发生了重大的转变，铁路需求不断减少。铁路行业为了求生就只能抱团取暖，不断地兼并重组，之所以叫做伯灵顿北方圣达菲铁路，就是因为这事 3 个公司合并而来。到了 70 年代美国铁路公司全面陷入危机，宾夕法尼亚中央铁路公司破产。这被华尔街认为是一个走向衰亡的行业。但是伯灵顿北方铁路，硬挺了过来。95 年还跟圣达菲铁路合并，新的管理团队带来了一场大的变革，这就是联合运输，他们把火车，卡车和船只做了整合，实现高效切换，提高效率，降低费用，吸引了不少客户。公司还提出一句口号，要么准时，要么免费。提供全额退款保障。这一下就抢占了市场。他也从一家单纯的铁路公司，变成低成本高质量运输的服务商。

2010 年，伯克希尔通过几次收购，吃下了他所有的股份。价格是 100 美元一股，高于市场价，但也拒绝再提高。这一价格对应的是 20 倍市盈率。在巴菲特看来已经非常高了。在股神看来，他的每股价值就是 95 美元，之所以愿意给到 100，就是因为里面有一些无形价值。

伯灵顿北方圣达菲铁路，拥有 43500 名员工，资产价值 600 亿，营业收入超过 220 亿，为伯克希尔贡献 50 亿美元的净利润。而净资产回报率超过了 20%，是巴菲特的摇钱树。也绝对是物超所值。

作者在本书当中，还介绍了肖氏工业集团，做服装的鲜果布衣，布鲁克斯，森林河房车，东方贸易公司，CTB 国际公司，等等企业，我们对这些公司也不是

特别熟悉。咱们就一笔带过了，明天重点看看，伯克希尔的股票持仓，这个是大家最为感兴趣的话题。比如，可口可乐，美国运通，美国银行，看看巴菲特是基于什么买入的。

【6】超越巴菲特的伯克希尔 6：巴菲特买的股票其实并不多

各位书友大家好，欢迎继续做客老齐的读书圈，今天我们接下来讲这本书，超越巴菲特的伯克希尔。今天我们来看看，巴菲特的投资组合，截止 2024 年初，巴菲特第一大重仓股还是苹果，占了他一半的仓位，之后的持仓包括美国银行，雪佛龙，可口可乐，美国运通，西方石油，卡夫亨氏，穆迪等等，穆迪再往后，包括动视暴雪，花旗集团在内，其实就不到他总持仓的 2%了。所以如果按行业划分，苹果独一档存在，然后金融占 20%，能源占了 10%，零售占 10%，乱七八糟加起来占 10%。巴菲特的持仓在过去 10 年发生了重大变化，最大的变化就在于苹果的买入。2013 年最大的持仓是可口可乐，也只占他仓位的 20%。所以巴菲特对于苹果，算是真爱了。当然也凭借重仓苹果，成为了苹果公司前三的股东。另外两个都是全球数一数二的公募基金，分别是先锋和贝莱德。本书的作者统计到了 2013 年，当时伯克希尔的股票投资组合的总成本只有 560 亿美元，也就是说，巴菲特只花了这么多钱去买股票，是伯克希尔子公司投资的三分之一，从单笔投资来看，收购子公司，比如伯灵顿北方圣达菲铁路，和中美能源的那几个并购，手笔都要比他投股票，大的多的多。这些股票投资的市值，在 2013 年价值 1150 亿美元，占了伯克希尔总资产的 5 分之一。

所以这个可能比较颠覆大家的认知，大家都觉得巴菲特的所有秘密，就是他的这个股票持仓，但其实这些持仓，在 2013 年只占 20%。剩下的 80% 的资产都是子公司。所以应该这么来看，巴菲特主要是在做企业，顺带手买了几只股票。当然到 2024 年有一些变化，伯克希尔总市值 9000 亿美元，巴菲特的持股已经高达 3000 亿美元了。大概占到市值的 30%。

当然这两块也不是割裂的，有些公司，一开始是巴菲特买的股票，然后随着不断的买买买，变成全资子公司的，比如盖可保险，路博润和伯灵顿北方铁路。未来这种情况可能还会延续。

有些股票是巴菲特趁着便宜买进来的，甚至当时买的是优先股，或者权证，比如吉列，所罗门兄弟，还有 2008 年金融危机期间的高盛，USG 等等。也有些股市上的大手笔投资，其实并不怎么成功，比如 2011 年，巴菲特不知道想起什么了，花了 117 亿美元买下了 IBM 大概 6% 的股权。然后没几年就都给亏着卖了。

下面我们就看看他买的几只重要的股票，第一只就是 73 年的时候，买入了华盛顿邮报的股票，这张报纸历史悠久，可以追溯到 1877 年，创始人站在民主党的立场上，报道国家事务。后来几经辗转，1933 年，被凯瑟琳格雷厄姆的父亲，尤金迈耶收购。这是一个共和党银行家，他当时想的就是，既可以产生社会效益，又可以产生经济效应。从这点来说，跟巴菲特后来买它的逻辑差不多。后来这个迈耶很厉害，被杜鲁门总统任命为世界银行第一任行长，所以他没工夫管这个报纸了，就交给了他的女儿，凯瑟琳格雷厄姆。

到了 1971 年，他们报道了五角大楼文件，公布了政府关于越南战争的绝密文件。这是要面临刑事责任的风险。但后来美国法院，竟然支持了华盛顿邮报发表内容的权利。后来大家都知道，水门事件甚至导致了尼克松总统下台。可见当时华盛顿邮报的影响力之大。也说明了美国舆论监督能力之强。

1973 年，巴菲特收购了华盛顿邮报 10% 的 B 类股票。并承诺不会影响凯瑟琳家族对于报纸的所有权和控制权。凯瑟琳也很欣赏巴菲特，把他招入了董事会。此后他们一直保持了很好的友谊。后来随着凯瑟琳回购股份，伯克希尔的持股比例也增长到了 25%。2013 年，报纸行业遭遇了前所未有的挑战，格雷厄姆家族也把公司，以 2.5 亿美元的价格，卖给了亚马逊创始人贝索斯。2014 年伯克希尔也以股权交换的方式，买入了一家电视台。结束了这段 40 年的持股合作关系。

另一个重要的公司就是吉列，1988 年，伯克希尔购买了吉列公司的优先股。2005 年，宝洁收购吉列的时候，伯克希尔又把吉列的股票，换成了宝洁的股票。直到今天，伯克希尔的组合当中依旧保留着这部分股权。

对巴菲特最重要的一家公司，莫过于可口可乐，他的历史可以追溯到 1886 年。当时一个叫做彭伯顿的药剂师，用糖，水加咖啡因的方式混合而成，1891 年，卖给了另一个药剂师坎德勒，1899 年成立了第一家装瓶特许经营公司。可口可乐开始了他独特的商业模式，把浓缩液出售给装瓶商，然后灌装成液体饮料，

再出售给零售商。1905 年出改良配方，1916 年做出了流线瓶的设计。1919 年，坎德勒把公司卖给了武德拉夫和一家投资集团，火速上市。40 年代，随着二战，走向全球，甚至在战争前线都建立了灌装厂。1960 年，可口可乐收购了美汁源。61 年推出了雪碧品牌。

但是可口可乐在 70 年代的时候，销售也不是很好。他的管理层，把业务线铺的太大了，什么都去做，甚至一度还去搞了葡萄酒和养虾。可口可乐的业绩持续下滑，股价也在下跌。后来董事会忍无可忍，终于在 1981 年把 CEO 给换了，传奇 CEO 戈伊苏埃塔接任。重新找回了可口可乐的传统文化。并开始了全球化的扩张。利润率从 14%提高到 20%，销售额也从 60 亿美元，提升到 180 亿美元，利润更是增长了 4 倍。达到了 40 亿美元。净资产收益率也从 20%提升到了 30%。不过这中间也有两个重大失误，1 是推出了一款新口味的可乐，遭到市场拒绝。2 是收购了哥伦比亚电影公司，但也没有搞好。后面不得不又卖了出去。

1988 年和 1989 年，巴菲特盛赞了戈伊苏埃塔取得的成绩。也是在这两年，巴菲特开始大笔购入可口可乐的股份，并且随后 40 年一直没有卖出。而他自己也加入了可口可乐的董事会。巴菲特刚好买在了可口可乐的 ROE 拉升阶段。所以一开始就赚了很多钱。但后来可口可乐的股价也一度陷入停滞。从 98 年开始到 2007 年也是 10 年不涨，而且还一度跌去了一半。巧合的事戈伊苏埃塔刚好就是 97 年卸任的 CEO，所以从他之后，可口可乐 13 年换了 4 个 CEO，然后业绩都很一般。不过巴菲特也并未放弃，对于伯克希尔来说，可口可乐就是一项获利颇丰的投资，但是其实也远未达到暴利的程度。

下面我们来看看沃尔玛，2006 和 2009 年，伯克希尔买下了沃尔玛大量的股份。1962 年，沃尔玛才由山姆沃尔顿建立，在阿肯色州开了第一家门店。随后 10 年，他们才开出 18 家门店。进展也不是很快，72 年上市成为分水岭，到了 79 年，沃尔玛营收已经达到了 10 亿美元。80 年代快速扩张，90 年的时候，就是美国最大的零售商。沃尔玛的发展是非线性的，呈现了几何级的增长。97 年营收突破 1000 亿美元。然后开始全球化，2003 年，营收高达 2440 亿美元。到了今天的电商时代，沃尔玛依然是个庞然大物，营收突破了 6400 亿美元。而他的对手开市客，只有 2400 亿美元，也就是相当于沃尔玛 20 年前的水平。所以就线下零售这个业态来说，沃尔玛肯定是独一档的存在。而他的优势就是商业模式，可以快速的凭借强大的供应链的优势，以及深入人心的品牌能力。可以到世界上任何一个有需求的地方去开店。开店越多，业绩就越高。这种模式，似乎没有天花板。甚至在亚马逊和电商的冲击之下，沃尔玛也能拥有很好的竞争力优势。他的股价也是一路上扬，巴菲特买入之后，至少也赚了 6 倍。

再看看金融危机当中的表现，伯克希尔抄底了两家公司，一个是高盛，一个是 USG，高盛大家都知道，他是全球第一大投行。本来金融危机没他什么事，但后来发生了恐慌，当时全市场都没钱，只有巴菲特手握千亿美元，华尔街都跟热锅上的蚂蚁一样，巴菲特却悠闲的在游乐场带孙子，后来危机越来越严重，伯克希尔也适时出手 50 亿美元，买下高盛的优先股，股息率 10%。如果高盛要赎回这个股权，则要付出 10%的溢价。而伯克希尔还有一笔期权，就是有权以 115 美元的价格，再把高盛的普通股买回来。所以伯克希尔怎么都不亏，除非

高盛倒闭。2011 年，金融市场回暖，高盛确实也赎回了这笔股权，伯克希尔总计赚了 18 亿美元，也就是说 2 年没啥风险的赚了 40%。但这还不算完。2013 年，伯克希尔行使期权，拿到了 14 亿美元价差的股票。所以伯克希尔总共赚了 32 亿美元。收益率高达 64%。所以危机中抄底，几乎都是暴利，明天我们再来看看，伯克希尔抄底 USG 的回报。

【7】超越巴菲特的伯克希尔 7：巴菲特买入股票的逻辑？

各位书友大家好，欢迎继续做客老齐的读书圈，今天我们继续来讲这本书，超越巴菲特的伯克希尔。今天我们看看伯克希尔在金融危机当中的表现，昨天我们说到了，50 亿美元收购高盛股权，而另一笔交易就是收购 USG。USG 大家都不了解，但他其实是世界上最大的石膏墙板生产商。

19 世纪末美国涌现出了数十家石膏公司，其中 35 家，合并为了美国石膏公司，这也是 USG 的前身。所以你听这个名字，其实就知道他的地位，跟当年的美国钢铁，美国铝业差不多都是一个性质。几乎就是高度垄断的企业。他一直在美国保持着一半的市场份额。50 年代开始进军国际市场，60 年代打入家装行业。80 年代末，美国房地产泡沫破裂，所以 USG 也受到了很大影响。甚至 93 年申请破产重组，96 年恢复盈利。2000 年的时候，伯克希尔购买了他 15% 的股权，但很快他又因为一个官司，再度走向了破产重组。直到 2006 年出现转机，当时也是因为房地产市场大热。股价从 10 几美元飙升到了 100 美元，但很快 2008 年，就又跌回到了 6 美元。此时伯克希尔投资 3 亿美元。购买了他的可转债，

年化收益 10%。这其实是个趁火打劫的打法，我们知道可转债一般收益率都是 1-2%。10%的可转债实在是太香，只要公司不破产，几乎稳赚不赔。

2013 年，随着经济恢复，市场回暖，USG 的股价也回升到了 29 美元。伯克希尔完成了转股操作。这时候伯克希尔持股比例增加到了 25%。

另一家巴菲特偏爱的公司叫做亨氏，也就是做番茄酱的那家公司。2013 年，伯克希尔和 3G 资本联合投资，收购了亨氏，两家公司分别持有 120 亿美元的亨氏股票。这对于伯克希尔来说，亨氏确实比较特殊，他既不算子公司，也不算股票投资。他是介于两者之间的一种新的交易模式。伯克希尔的算盘大概是，过几年 3G 资本要回收资金的时候，很有可能会卖出股份，伯克希尔很有可能把亨氏变成自己的子公司。

亨氏也是历史悠久，1869 年创建，一开始是做瓶装辣根调味剂，但后来经营不善，重组之后，重点放在了番茄酱业务上。1946 年上市，然后开始不断地收购。扩大自己的业务外延，比如桂格燕麦就是他在 94-95 年收购进来的品牌。1998 年，公司年销售额达到 100 亿美元。但是后面增长明显放缓，2012 年，销售额刚达到 120 亿美元。到了 2013 年 1 月，伯克希尔和 3G 资本就跑来收购。以高于市场价 20%的价格买下了亨氏公司股份。这次是伯克希尔主动出手收购，这种情况并不多见。之前的收购，都是别人找到的巴菲特。股神很少主动出击。

至于其他的几家重仓公司，比如美国运通，美国银行，雪佛龙，西方石油，这

本书的作者没提，老齐给大家简单补充一下，美国运通，这是一家金融公司，最早做的是旅行支票的生意，1957 年底，开始涉足信用卡业务，在 1963 年，美国运通遭遇了色拉油骗贷丑闻，股价暴跌，而巴菲特看到了美国运通的潜力，并得出结论：美国运通的经济特许权完好无损。这是一家拥有定价权的公司，因为它在行业内居于支配地位，能通过强有力的品牌和网络抓住客户。于是他于 1963 年以 1300 万美元购买了该公司 5% 的股权。

至于美国银行，也是金融危机之后，巴菲特在 2011 年向美国银行投资了 50 亿美元。这笔投资是在美国银行深陷次贷危机后的多起法律纠纷，且股价暴跌的背景下进行的。作为投资的条件，巴菲特旗下的伯克希尔·哈撒韦公司获得了美国银行的部分优先股和购买 7 亿股普通股票的权利。这笔交易让伯克希尔赚了很多钱，2020 年巴菲特又买了 8 亿美元，持股比例上升到 11%。美国银行也成了伯克希尔的重仓股。

至于雪佛龙和西方石油都是能源公司，而能源是伯克希尔哈撒韦子公司的一个重要板块。芒格做过解释，巴菲特他们从来不看什么油价的波动，他们关注的是无论油价涨跌都有赚钱的能力。在 2024 年的股东信中，巴菲特说，伯克希尔无意收购或管理西方石油公司，但我们特别喜欢西方石油公司在美国拥有的庞大石油和天然气资源，以及它在碳捕获倡议方面的领先地位，尽管这种技术的经济可行性还有待验证。

关心巴菲特的人，始终都会有一个问题，到底谁才是巴菲特的接班人，毕竟

2023 年 99 岁的查理芒格已经去世了，94 岁的巴菲特确实也比较令人担心他的身体状况。本书的作者提供了两个人选，一个是库姆斯，另一个是韦施乐。都是伯克希尔聘请的年轻的投资经理，他俩管理着伯克希尔的投资组合。但是 2024 年股东信中，巴菲特透露的很可能的接班人是，格雷格·阿贝尔，他之前是伯克希尔哈撒韦能源的 CEO，现在是伯克希尔非保险业务的副董事长，管理着那一堆实业子公司。说他很有可能成为未来的 CEO。而现在在伯克希尔负责保险业务的，就是我们之前讲到过的那个人，从国民赔偿保险，一路做上来的阿吉特·贾恩，他也被视为是巴菲特的接班人之一。所以从业务比重来看，这两个人接班巴菲特的可能更大。相比于伯克希尔的子公司，也就是他的基本盘来说。投资组合其实没那么重要。

下面我们来看下，伯克希尔的股东群体，从 1965 年以来，巴菲特一直是伯克希尔的控股股东，持有伯克希尔 21%的所有权，并且拥有 34%的投票权。对应现在伯克希尔的市值，巴菲特的身价在 2000-3000 亿美元左右。当然他还有些其他的财产，但是跟伯克希尔的持股相比，可以忽略不计。巴菲特现在每年都会划转一部分股权，到慈善基金会，从而降低自己的持股。

巴菲特也已经立好了遗嘱，在他去世后的 10 年里，他所持有的伯克希尔哈撒韦的股份，由他指定的多位股东继承。其中一些股东，继承的规模可能会非常可观。这么做的目的，就是避免巴菲特之后，伯克希尔没有控股股东的局面出现。而巴菲特每年的股东信，也都在强调，伯克希尔的合伙人文化。

另外，伯克希尔还有一个特点，就是他的股票换手率非常低，年换手率不到 1%。也就是基本没什么交易。因为大部分股票都由个人和家庭持有，而不是那些基金持有。机构投资者才会买入卖出，频繁交易，而伯克希尔并不希望自己被频繁交易，所以巴菲特从来不拆股。搞得现在 A 类股价高达 60 多万美元。一般指数基金，才会配置伯克希尔。而且以配置更便宜，且没有投票权的 B 股居多。

美国金融界大佬，大卫戈特斯曼，第一曼哈顿公司创始人，巴菲特 60 年的好朋友。他持有 1.29%的股权，是伯克希尔的二股东，老搭档，副董事长查理芒格也就只有 0.32%的股权，是第三个人股东，而比尔盖茨也只持有 0.26%，排名第四。汤姆莫非持股万分之 8，排名第五。巴菲特的儿子，霍华德巴菲特，也只拥有万分之 7 的股权，看起来很少，但要知道万分之一的股权，就是 1 个亿美元了。顺便多说一句，未来巴菲特的儿子，有可能会成为董事长，但是不太可能成为 CEO。股神的儿子对投资并不是很感兴趣，对种地到是很在行。

如果只以 A 类股票计算，持股最多的分别是巴菲特，富达基金，戈特斯曼，第一曼哈顿，戴维斯家族，鲁恩·卡尼夫·高法伯基金，以及美国资本集团，挪威中央银行。在这之后才是查理芒格，这么说吧，能持有万分之 2 伯克希尔 A 股的机构，都得是摩根士丹利这种级别的公司。很多人为了去参加奥马哈每年举办的巴菲特股东会，咬牙吐血也只能买一股伯克希尔的 A 类股票。伯克希尔现在已经成了价值投资的信仰，所以基本上没啥流动性了，即便遇到重大风险，现在抛售的人也不是很多。所以估值变动就变得非常稳定。而股价跟业绩基本就同步了。

作者甚至说，伯克希尔这种公司，上不上市，其实意义不大，他现在也不指在股市上融资，股东也都不缺钱，所以私有化也许更有利。但现在的难点在于，伯克希尔的股东，已经深信他的价值。所以很难说服股东们交出股权。私有化也就很难进行。比如芒格就对他的子女说，永远都不要卖掉伯克希尔的股权。明天我们再来讲讲，后巴菲特时代，以及我们能从巴菲特和伯克希尔身上，学到些什么东西。

【8】超越巴菲特的伯克希尔 8：从伯克希尔身上我们该学到什么？

各位书友大家好，欢迎继续做客老齐的读书圈，今天我们继续来讲这本书，超越巴菲特的伯克希尔。今天我们来说，巴菲特其实也是个人，是人都都会犯错，而巴菲特在股东信中，也从不避讳自己的错误。比如德克斯特鞋业，让他血本无归。他也承认当时误判了情况，包括 98 年的时候，收购通用再保险，一开始也让股东付出了惨痛的代价。包括收购伯克希尔本身，其实也是个错误。后来巴菲特用了很多年，才爬出了这个纺织厂的大坑，把他变成了一家由保险业务打底的多元化投资集团。

巴菲特的收购也跟其他人不同，别的投资机构都会先拟定一些投资计划，甚至描绘出扩张的蓝图，提前就做好收购的布局，但是伯克希尔却相当的随机。他说伯克希尔的收购策略就是漫不经心和机缘巧合。并认为没有收购计划，才是伯克希尔最大的优势所在。他也很少去主动收购，而都是对卖方的提议做出回

应。也就是说，巴菲特很少去并购别人，都是别人拿着自己的公司去找他，问他买不买。而这种询价，也都是直接接触，很少通过中介机构去谈。关于收购价格，都是企业自己出价，巴菲特一旦还价，基本也就是最终价格，要么对方接受，要么就结束谈判。很少有反复拉锯，不断扯皮的过程。

伯克希尔对于这些子公司，都给与了相当大的尊重，自主经营权，基本都能得到保障。之前我们讲了，除非出现重大亏损，并且拖累伯克希尔业绩的时候，巴菲特才会在人事上进行干预。除此之外，基本都是不管不问的姿态，甚至除了财务，其他的都可以不报告。但是也有一条文化底线，那就是一票否决，也就是说如果伯克希尔认为，你公司干的事情，有违整个集团利益，或者价值观的时候，他可以否决掉你的行动计划。

那么我们能从伯克希尔身上学到什么，他好像很善于管理，但是又非常精简。好像又什么事都没做，什么预算审查，客户会议，营销会议，组织架构，现值分析。这些商学院里经常教授的管理学知识，伯克希尔一个都没干。伯克希尔其实就干了一个事，收购那些有大把利润，能持续赚钱的企业，然后再把利润拿走，去投资更多地有利润的企业。他就这样，一直在滚动他的雪球。每滚动一圈，利润就增厚一圈。在收购的过程中，巴菲特也很少考虑这些企业的增长状况，也没有对他们的业绩和估值做出太多的判断，往往只看他们能不能持续的赚钱。持续的产生可以带走的自由现金流。

有许多人都在想方设法的复制巴菲特的伯克希尔模式，包括之前讲的几个伯克

希尔子公司，像玛蒙集团，斯科特费泽公司，以及还有一家马克尔公司，他也是一个家族企业，以保险为根基，然后不断收购，还买入了数量可观的伯克希尔的股票。这种模式的优势就在于，用企业资本进行投资，而不是像基金那样，用募集来的资金去买。基金的寿命太短了，往往你很难等到复利效应产生。甚至一些市场风险发生的时候，就都被赎回了。而巴菲特他们就没有这个烦恼，越是在市场低迷的时候，他就越是能够凭借现金流的优势去抄底。所以业绩会差很多，长期下来，也更有利于实现复利的积累。而那些基金经理，鲜有能做到这么从容的。可以说巴菲特是靠实力养鹅下蛋，而基金经理，不得不依靠一些运气。当然巴菲特的压力也会小很多。因为都是自己的钱，也都是那些永续业务产生的现金收益。所以即便他业绩不佳的时候，也没人会骂他。

巴菲特也在为未来做着准备，他坦言，伯克希尔特殊的企业文化，在我们的子公司当中已经根深蒂固，我离开之后，这些业务也不会错过任何一分一秒。97年的时候，巴菲特就坦言，说如果巴菲特真的不在了，那么伯克希尔其他股东的损失，不会大于他本人的损失。

但作者说，巴菲特这个品牌价值，确实是无与伦比的，也许后巴菲特时代，伯克希尔依旧能够平稳运行，投资也能井井有条，但那是品牌价值肯定会有所下降。有些交易可能不会再主动上门，谈判也不会有那么顺利，没有股神的号召力了，人家可能也就不会再给你面子。整体回报率有可能会下降，但是应该也不至于是灭顶之灾那种程度。虽然巴菲特强调过很多次，在他之后，伯克希尔不会散伙，依旧会永续经营下去，但我们确实不希望这一天的到来。巴菲特

依旧是过去 100 年，投资界的传奇和神话。已经做到了前无古人，后面大概率也很难产生来者。

这就是本书的全部内容，作者给我们破除了心中的误区，用这本书，把伯克希尔的三大业务，保险，非保险，和投资，全面的讲清楚了，包括一些子公司的状况，以及巴菲特是如何把这些公司收入囊中，最终产生长坡厚雪，不断滚动雪球的效果的。其实这几十家伯克希尔子公司，才是伯克希尔的财富之源，以及制胜之道。被传的神乎其神的，巴菲特的 10 大重仓股，反而并没有那么重要。

所以如果我们要学习巴菲特，就先要学习巴菲特的核心，也就是他对自己业务模式的构建，这个底层逻辑，才是股神的核心竞争力，也就是用源源不断的利润，去购买新的利润的方式。一旦形成了这种架构，那么收益便会滚滚而来。时间越长，复利越是明显。而大家所理解的选股，择时，长期持有，其实都没那么重要。

基金经理学习巴菲特，其实是没有路径的，你管理的基金，想学巴菲特长期持有，根本就做不到，巴菲特都是自有资金，而你的钱是募集来的根本就没有那么长的负债端，也许根本就等不到好企业的业绩绽放，就会倒在一次次的熊市当中。这也就是这几年，学巴菲特的基金经理普遍失败的原因，模型都一样，都是 PB-ROE，也都买的是好公司，但照样跌了一半。巴菲特能忍受可口可乐和比亚迪 10 年不涨，你的基金持有人，绝不会给你这个机会。

反之我们散户其实到时可以学习巴菲特，我们的模式是有共同之处的，你的工作，就是你的现金流资产。你不断地赚工资的过程，就是自己在积累现金流的过程，然后你要用这些现金流，去创造新的现金流，也就是买那些高分红的资产。不断积累这些本身很赚钱，还愿意分红的好公司。这就是你的长坡厚雪，慢慢你会发现，自己的雪球开始滚动了。除了上班能赚钱，这些红利资产还会给你带来持续的股息收入。当你股息收入，超过你的工资收入之后，你其实就可以实现财务自由了。那么这个事难不难呢？其实不太难，但也不简单，大概得有个 20 年的周期，就差不多能够实现。红利资产长期持有是有 10% 的稳健回报的，7 年翻一倍，20 年，差不多就是 8 倍。基本可以实现收益替代了，也就是说，你光靠股息分红，就可以拿到工资收入了。当然，现实生活当中，你每个月都在往里投入，所以其实这个计划其实会很快实现。根本用不了 20 年。

所以从这个逻辑上来说，普通的投资者，其实就不应该去博什么高成长，买什么科技股，就应该好好的买高分红的红利资产，慢慢积累你的股息收益，养自己的摇钱树，和下金蛋的鹅。我们也给大家算了一笔账，假如你每年投入 10 万，就买这些红利资产，长期持有，那么第十年的时候，你拥有 137 万，第二十年拥有 517 万。第三十年就是 1116 万。也就是说，过了第十年，资产的回报率，已经开始远超你的工资收入了。

所以回归投资的本质，别太在意涨跌。慢慢的积累你的股息分红，这就是这本书给我们最大的启示，学巴菲特并不只是学一句长期持有，更要学他构建的永续经营的投资模式。伯克希尔也并非是一天就建起来的，甚至在 70 年代的时候，

股神也没那么出名。但经过 10-20 年积累，你发现伯克希尔已经是一个庞然大物。50 年过去了，他已经是一段传奇。我们做投资的时候，也得奔着这种长坡厚雪的思想去做。别着急，慢慢积累，会有收获的。就像巴菲特所说的，他自己 99% 的钱，都是 60 岁之后赚到的。而那个时候，伯克希尔已经运转了 20 几年的时间了。那么通过我们刚才算的这笔账，只要你踏实下心来，慢慢去做。也是一样，99% 的收益，都会在 20 年后出现。