



唐朝

2025 年第 15 周回顾：4 月 12 日

2025 年 04 月 12 日 20:00

书院的朋友们，晚上好！不知不觉，每周回顾暂停已有百日。今日重启，我竟还有些不太适应，哈哈，待我慢慢找回感觉吧。

恰好星球也有定时发布的功能，咱们就还是将每周回顾的时间，固定在周六晚上八点，延续以往的仪式感。不过，这里与公众号的每周回顾，会有两点不同：

第一，不再有实盘环节。

当然，对于长期跟踪的各位而言，这并不重要。大家都很清楚起点的详细比例，自己列个表，看看涨跌情况，易如反掌。

而且咱们书院学霸众多，就算你偷懒，也有许多勤快朋友整理的的数据，误差基本在小数点后两位（**比如此刻年内 4.22%**，净值 8.23。对不？）。



这里插入一段本文档制作者的跟踪记录，年内 4.25%，确实误差在小数点的后两位，如果你需要跟踪数据，可以随时随地在群里找我索取。

人民币持仓			442,105.60 ▲
股票	市值/数量	现价/成本	仓位
SH 贵州茅台 600519.SH	307,520.08 196股	1568.98 1524.00	28.61%
SZ 分众传媒 002027.SZ	134,585.52 19337股	6.96 7.01	12.52%
港币持仓			673,123.26 ▲
股票	市值/数量	现价/成本	仓位
HK 腾讯控股 00700.HK	588,391.80 1327股	443.400 417.000	51.46% +
SZ 古井贡B 200596.SZ	84,731.46 726股	116.710 112.010	7.41%

第二，企业分析和估值、买卖点不再成文明述。正如3月28日中午文章里预告给大家的，鉴于某些考虑，我不再单独撰写完整文章去探讨某企业的估值、买卖点及详细分析，转而只是碎片化地分享自己对新信息或新财报的观点。好在四平八稳的数据整理和常规研报分析，我估计如今书院的六千多位朋友里，至少有三千人具备撰写此类分析的能力，有数百人乐于成文分享。大家若有阅读需求，请关注这些同门好友。

同时，因为现在可以日常随口聊天，没有了公众号时期每天只有一次推送机会的限制，所以有许多内容平时已经随手分享过了。周六的回顾，只是一种汇总，我尽量简洁一些。

本周，最受关注的信息，无疑是关税战。关于关税战的起因、是非、责任，我们不做讨论。

坦率的说，对于国际贸易，大家的认知水平参差不齐，包括我本人在内认知水平也很低，此类话题很容易引发争吵，而且对我们的投资不产生任何实际帮助。

其实不仅是我这种低水平观点不产生帮助，就算是那些顶级大脑袋的观点，同样产生不了什么实际帮助。

投资的核心在未来，未来永远充满不确定性。就连特朗普及其对面的最高决策者，或许都难以预测关税战下一步的走势。我们这些喽啰，除了情绪发泄和享受一时口舌之快之外，其他意义不大。

对投资有价值的关键在于：第一，当下是什么情况？第二，我们可以做哪些应对？

当下的情况很明确。中国对原产美国所有产品加征 125%关税，美国对所有原产中国产品加征 145%关税。

这一税率之下，绝大多数商品是不可能承受的。结果就是除少数单列豁免商品之外外，中美两国的直接商品贸易基本脱钩，类似“绝交”。结局就是三种情况：

其一，过水蟹的猫捉老鼠游戏。

因为美国现在是作为全球第一大消费市场，对除中国外的国家和地区实施 10%的关税，这个 10%税率将延续 90 天，期间双方将进行贸易谈判，确定未来的贸易方式和税率。

（正如我们之前猜测的，特朗普宣布普遍征收高额关税的目的，不是关税，而是要和各个国家迅速坐下来重新梳理和谈判双方乃至多方贸易的规则和门槛）。

于是，就像阳澄湖大闸蟹热销时，部分不法商人将安徽螃蟹、太湖螃蟹运至阳澄湖，再打捞出售给客户一样。在国际贸易中，必然导致中国众多厂家及各国贸易商想尽办法，通过合法或非法途径，将商品伪装成第三国产品，规避原产地核查，再转售美国市场。

而未来 90 天里，各国和美国的贸易谈判里，毫无疑问也会有一些防范和打击“过水蟹”的规则出来，之后这些本该合法双赢的贸易，会转化为猫和老鼠的游戏。

第二，走私行为可能大量增加。

走私，并非如电影中那般翻墙钻洞、穿越边境。这类走私只是小儿科。

真正足够量的走私，还是堂堂正正通过海关途径运输入境。赌的就是海关人力有限，不可能检查所有货柜，甚至连抽查也不可能认真实现。当然，必然也有通过贿赂或其他非法手段，达到确定性避开抽检的行为和方式。我们书院里就有海关工作人员，如果方便的话，欢迎分享这方面的猫鼠游戏技术。

其三，中美服务贸易是否受关税影响尚不确定。美国对中国的服务贸易存在顺差，2023 年顺差是 266 亿美元（对华出口 467 亿-自华进口 201 亿）。

其主要构成旅游、教育、就医、知识产权、金融服务等类型。这部分是否在关税战范围内，目前还没有看到明确定义。当下一日三变，难以预测。

不过，我多句嘴，很多热血人士难免会喊叫必须加征、必须怼回去的口号。情绪我能理解。

我想说的是，对服务贸易加征关税的含义，就是指你如果要去美国旅游，就医，留学，请额外交一笔罚款（如果是加征 100% 关税，含义就是请付过去的双倍价格），美国人如果要来中国干这些事儿，也请交一笔罚款。

同样，如果现在使用美国软件服务，金融服务，知识产权、技术服务的，如果想继续使用，麻烦额外交一笔钱给税务局。如果不愿意交钱，请放弃使用，或者烦请改用过去你因为更贵或品质较差，而不愿意使用的其他软件、技术或服务。

知道这点，还是认为应该加，这是一码事；因为不知道这些，所以痛快大喊加税加税，那是另一码事。上面这段，不能解决前一种问题，但可以部分解决后一种问题。

如上所述，当前的政策下，未来的中美贸易目前看大致就是以上三种走向，期望双方能坐下来谈，获得更好的结果吧。毕竟正如我方一再警告美方的，关税战没有赢家，只能是多输局面。

能谈出来吗？你不知道，我也不知道，只有骗子和神仙知道。我们要做的事情，是安排我们自己，在当下情况下如何应对？自己能做些什么？

我认为，首先要清楚地认识到：未来的经济形势一定比今日之前更为严峻。

即便双方通过谈判最终降低关税税率，经济形势也难以迅速恢复到上周之前的水平。

外贸企业在巨变冲击之下，在成本增加、利润下降、流程多变的现实困难下，部分劳动力密

集型制造企业可能倒闭，进而影响上游供应商、周边消费市场以及金融系统。

中国部分城市外贸依存度极高，甚至有超过100%的，外贸受阻将对这些城市的经济造成重大打击，这必将波及到就业、消费、房地产和银行贷款等多个领域。

基于此，我们应降低对未来的预期。

家庭开支方面，应考虑到未来收入下降乃至工作岗位不确定性增加的可能，比过往预留更多的应急准备金。

对于投资，买入时应适度提高安全边际要求，并适当拉长两次加仓之间的时间间隔或价格间隔。

同时，检查和审视自己持有的股票，和外贸的关联度大不大。

如果持有的是外贸依存度较高的企业，需谨慎保守地分析企业未来现金流，关注企业经营会受到多大的影响，企业是否能扛住冲击，当下自己有没有更好的选择.....等。

就我个人而言，暂时认为自家子公司受关税战影响较小，不是没有，是较小。这里顺带跑个题，有朋友提到腾讯的芯片、显卡等采购需求，同样可能受到关税战的负面影响。

对这个问题，我是这样理解的。根据最新的政策，对集成电路类产品（芯片显卡都属于集成电路）的产地，我国现在按照“流片所在地”认定产品产地。

啥意思呢？简单说，芯片的生产过程可以划分为三个核心环节，芯片设计，流片，封装。

所谓流片就是将设计的电路图，通过光刻胶、光刻机落实到硅片上（从石英沙提纯生产单晶

硅棒并切割成硅片，是上游产业的事儿），并在刻好的电路线路上，按照需要植入各种导电或断电物质，让电路图可以按照设计需要导电或断电，这个过程就叫流片。而封装，简单粗暴的理解就是安装引脚、接口和保护壳。

按照流片认定原产地，可以这么理解：Intel 的芯片设计、流片和封装厂，都在美国。如果要卖给中国客户，在 125%关税打击范围内。

但美国企业英伟达自己设计芯片，交给台积电流片和封装。如果台积电将流片过程放在台湾，算台湾产商品，遵从大陆和台湾之间的关税税率。

如果台积电将流片过程，放在台积电在南京江北新区的工厂，无论最后在哪里封装，这个产品算国产商品，不征关税。

那么，毫无疑问，只要类似英伟达这样的企业没有被禁止向中国销售的产品，他们必然会被放在美国之外生产，以避开中美之间的惩罚性关税。

因此，我个人认为对小企鹅所需的显卡或者芯片，关税税率的影响应该不大。美国政府不让卖的，有没有 125%关税都无法合法买到；而美国政府允许销售的，是有办法可以避开这个 125%的。

当然，我对芯片产业是外行，我知道我们书院里至少有数位朋友就在这个行业里工作，如果我理解的不对，烦请直率纠错，谢谢。

但其实腾讯在这场关税战里，真有另一个风险的。就是两边怼上头了，那边要求美国资本不投中国企业，甚至要求中概股退市，如果走到这一步，就可能出现大量集中的抛压。这也是

关税战的风险。会走到这步吗？很遗憾，我也不知道，恐怕现在双方自己都不知道自己下一步会干些啥。

还是说外贸。当外贸受挫时，部分外贸厂家也会寻求境外其他新市场。但拓展新市场一定是面临诸多困难的，如市场规模、消费能力、文化差异等，否则他们早就去了。对不？

此时，相对熟悉的国内市场有可能是一个选择。例如，京东刚刚就宣布要投入 2000 亿元协助外贸厂家转向内需市场，盒马也跟进来了。

若这些厂家将原本外销的产能对准国内市场，理论上分众所在的广告行业应该能从中受益。但不得不提醒，2018 年贸易战时，我就曾因对此过于乐观，而导致对分众估值过高，承受了高价买入的煎熬。

这些因为外贸受阻而被迫转向内需市场的厂家，即使要投广告，可能也更倾向于投放效果广告，而非品牌广告。分众传媒的主要业务是品牌广告，是否从中受益并不确定。

同时，这种情况下，政府非常有可能继续出台更大力度支持内需、更多扶持企业转向他国市场的政策。

政府需要的，一是保证税源，企业只要经营，无论是否有利润，都需要缴纳增值税等流转税；二是维护社会稳定，避免企业倒闭导致大量失业，大量失业是社会不稳定的重要因素。

扶持手段显而易见的可能包括刺激国内消费、优化各种政策流程、利用人民币贬值促进出口、以及实施更加积极的财政和货币政策等。

其中刺激消费，现在看得见的就是各种力度的消费券，以旧换新等手段，金额和范围有可能

会扩大。其实直接按人头发现金是更合适的方式，但实施概率应该不大。

优化指减少行政权力对企业及企业家的干扰（你懂的），并提供更快捷有效的相关服务；人民币贬值，等于说企业通过出口赚回来的每一笔外汇，央行都强行多给企业一笔钱。

举例说：美元兑人民币汇率从 7 贬值到 7.3，等于外贸企业在海外同样卖 1000 万美元，回来结汇时被银行额外硬塞 300 万人民币。

这可以推动外贸企业用更低价格，更有竞争力地在境外参与竞争、实现销售（比如卖 970 万美元，还可能比贬值前赚的更多）。银行硬塞的 300 万人民币，是由全国人民通过承担通胀的方式众筹给予外贸企业的补贴。

财政政策方面，政府可能更多借钱来花，以临时提升市场需求。这是预支未来的税收，平滑当前的困境；

货币政策方面，可能会有降息降准，国家队入场认购主流 ETF 甚至直接买入股票，窗口指导基金、券商等机构和大户的单日卖出金额；引导国企回购和增持等。

比如茅台本周就宣布回购额度，遵从原来披露的 30~60 亿范围上限 60 亿，并将尽快花完。同时已经安排规划新的回购计划，新的大股东增持计划。这些都可能对股市形成一定的支撑。相信高层可能还储备有其他工具，等着一亮相。毕竟强总 8 号还斩钉截铁地向世界宣布：

“我们有充足的储备政策工具，完全能够对冲外部不利影响。”

说到茅台回购，当然也要说说茅台上周发布的年报。

3 号早上的帖子里,我已经分享了我对茅台的主要观点: 1) 2024 年表现不错,但没有预想的那么好, 出现了一些潜在的负面因素; 2) 2025 年茅台披露的目标相对保守, 但有较大可能会超越目标。

依照公司披露的计划, 大致 2025 年就是营收 1900 亿, 归母净利 950 亿左右的目标。

我认为经济形势允许的情况下, 茅台公司有能力也有动力在今年冲击 1000 亿净利, 收获“连续十年营收增长两位数, 超额实现十四五目标, 破千亿净利, 产能净利双破历史新高”等闪亮功绩。

即使情况比较糟糕, 950 亿左右也应该是没有太大困难, 详细安排可以等年度股东大会资料里的财务预算。

你看, 这就是茅台这个大 Bug 的价值。投资的核心就两点: 一是如何看待市场波动, 二是如何对企业估值。而对茅台估值的核心变量本身就只有一个: 对未来盈利的预测。

茅台的特殊之处恰恰就在于, 这唯一的变量, 稍作研究就能够当做已知数来看待。你看, 下面这张截图 (2023 年 4 月 1 日周记截图), 是 2022 年财报出来后, 我预测的 2025 年茅台净利润: 预计会在 930 亿至 1000 亿元之间。

几年过去了, 经历了那么多“意外”, 最终 2025 年还是几乎确定落在这个范围内。

这就意味着, 只要我们能够正确对待市场波动, 在这项投资中, 我们是看着底牌参战的。完全可以淡定地市场先生的恐慌和亢奋, 在里面赚一辈子的钱。

本周, 古井贡也发布了业绩预告。

虽从预告来看，其表现颇为出色，但遗憾的是，未能达到去年预告的目标。这一罕见情况着实反映出 2024 年经济形势的严峻。

具体详情，我们待年报发布后再作探讨。对于投资者而言，古井贡作为一家尚未全面实现全国化布局的白酒企业，在拓展全国市场的进程中，拥有广阔的发展空间和大量待挖掘的市场份额，面临的发展难题相对较小。

更值得一提的是，其 B 股价格约为 A 股的六折，留有更加宽广的安全边际，投资起来更加令人放心。它可能也是我所有持股里，持有体验最好的一只了。

自 2017 年年中我以约 31 港币的价格首次介入，此时股价接近四倍，而期间每股分红就达 16 元人民币。更可爱的是，即使如此，现在也就对应 10 倍市盈率左右的估值水平。

关于分众收购新潮的公告，我已简要分享过大致内容了。

在此稍作补充：书院有不少朋友挺在意此次收购短期内使股份增加约 9%，认为这会对分红产生一定摊薄。

是的，毕竟新潮的资产在 2024 年才达到盈亏平衡点，尚未实现盈利、也没能给分众报表贡献利润，2025 年能贡献多少利润，现在也是未知数，但这 9% 的新股份几乎可以肯定会参加 2025 年的加入分红。

不过呢，如果将眼光放长远一点，这点短期分红的减少不值得关心。短期分红略有减少，若未来能获得丰厚回报，那么分红只是现金获取时间的朝三暮四与朝四暮三而已。

至于新潮的资产能否盈利，我们不妨信任江南春的判断。江南春是一位精打细算、节俭到有点抠门的人，他持有公司 23%以上的股份，是最大股东，若收购价格过高，他将承担最大损失。而且过往江南春在梯媒领域里的收购记录，无论是收购框架传媒，还是收购聚众传媒，都是比较成功的。至少在梯媒领域里，他可能是当之无愧的第一人，我相信他。

在我本人看来，此次收购价格并不高，不能仅因 83 亿收购 34 亿净资产就判定价格不合理。我们应明白，许多优质企业市净率都很高，甚至国外还有许多优质企业净资产为负值，市净率无穷大，但这并不影响其价值。

比如，苹果公司此时市值约 3 万亿美元，市净率约 45 倍；巴菲特投资吉列的时候，吉列的净资产是负值，市净率无穷大。这是明显高于新潮的两三倍市净率及分众的六七倍市净率的情况。

当然，这主要是由于不同企业盈利能力存在差异，不能简单对比。我想强调的是，不能仅关注市净率，许多轻资产企业的核心价值并不体现在财报报表上。

此外，这次收购没有设置对赌环节，这在财务投资类型的收购中较为少见。通常，财务投资一般会设定对赌条件，要求被收购方每年完成一定利润目标，否则需退还资金或股份。

此次未设对赌，很明显江南春并非将未来的新潮视为独立经营的企业看待，也不认为自己是一笔财务投资。

这次收购我认为主要基于三方面考虑：

一是消灭一个较大的竞争对手，以主要投资人膝盖斩为信号，警告护城河外窥探的其他资本；二是获取新潮的媒体点位网络和客户关系，并将这些资源融入分众现有的营销体系和媒体网络，实现协同发展；

第三甚至有可能包含对张继学团队的惺惺相惜（我瞎猜的）。

将新潮的资源融入分众体系后，不仅能与分众自身的点位和客户关系形成互补，还能消除此前在租赁点位租金方面的竞争，从这两方面为分众带来收益。

但这些收益难以直接体现在新潮自身的盈利上，所以很难单独为新潮的现有点位和业务设定盈利目标。

还有些朋友关注此次股份发行时的折价情况，认为增发价格 5.68 元相对于披露当日 6.53 元的收盘价，有约 13% 的折扣，是折价发行，吃亏了。

甚至如果因为新潮加入涨了一个涨停板后，这些朋友可能觉着所吃的亏，从 13% 上升到 21% 了？这要是直接翻倍，我方岂不是亏大了？哈哈，开个小玩笑。

不过，正如李嘉诚的商业秘诀：在利益分配时，若正常应拿七成，争取一下甚至可拿八成，自己坚持只拿六成，想不发财很难的。因为会有无数机会，主动找上你，逼你赚钱的。

同时，我们还应该注意到两点：

第一，这个 13% 的折扣，是新潮股东承诺锁定一到五年的流动性换来的，这个在定增中非常常见。折扣是牺牲流动性的对价。

第二，股份折价发行，是商业谈判中的常见策略。但折价溢价并不是核心因素，因为股票的定价还要和目标资产的作价挂勾。

举个夸张的数字：如果分众增发作价

$5.68 \times 2 = 11.36$ 元/股，但新潮资产作价

$83 \times 2 = 166$ 亿。这是溢价 74%增发，我们占到便宜了吗？没有。

本质都是出让新分众（分众+新潮）的 $14.61 / (144.42 + 14.61) = 9.2\%$ 股份，换来新潮的 100% 股权。真正的账目是合并新潮后新分众的 9.2%，与新潮集团整体的价值相比，有没有吃亏。

就个人而言，我认为此次收购颇为划算。尽管短期内分红可能会受到一定影响，但从长期来看，分众在电梯媒体细分市场的盈利能力和影响力，将得到显著增强，潜在的市场挑战者可能会因此减少。

本周大致就是这些情况，其他事宜要么不便谈论，要么与我等无关。

周末愉快



唐朝

2025-04-11 18:41

上次驳斥【以讹传讹的说巴菲特从来不买 15 倍以上市盈率的股票，常常还斩钉截铁地放上一张错误的历史表格为证】时，就没想起来盖可保险案例：1976 年巴菲特重注介入盖可保险的时候，盖可是亏损状态，市盈率无穷大。

巴菲特说“我们心目中的市盈率根本就不存在某个临界值”，这段话我还是第一次看见。就冲这一句新信息，这本书也值了。

当然，巴菲特这句话的意思并不是说高市盈率没关系，而是说投资的核心是你要懂这家企业，要对企业未来面临的市场竞争、对能够赚回来的自由现金流数量，有个大致的预期，而不是用现在的市盈率的大小去评判高估低估。