



别问值多少倍，问它还能赚多少年

文 / 0pm.AI · 2026-07-21

它买的不是溢价倍数，是超额回报还能持续的年数

晨星(Morningstar)的股票研究方法论里，护城河等级只分三档。每一档后面跟着的不是倍数，是年数。

无护城河：回报会较快向资本成本收敛。

窄护城河：有较大把握，未来至少十年还能维持正常化的超额回报。

宽护城河：对未来十年维持超额回报有很高信心，并且更可能在至少二十年内维持。

方法论里有一句话把这套评级的地基说完了：「企业创造经济利润的时间越长，其内在价值越高。」

它没说的那部分更重要——从头到尾，没有一句"所以宽护城河该给多少倍市盈率"。

不可替代性不该被换算成一个溢价倍数。它决定的是超额回报还能持续多少年。

前面几篇拆了名单、拆了分层、拆了市盈率在这类公司上怎么骗人。破完得立。立法的第一步，是把"不可替代"这个形容词换成一个能写进模型的量——而这个量是年数。

一、那个年数，具体落在计算的哪一步

晨星的估值主体是三阶段现金流折现(DCF)。

第一阶段，明确预测期，逐年预测。

第二阶段叫 fade 期：新增投资回报率(ROIC)向加权平均资本成本(WACC)收敛所需要的年数。

第三阶段是永续期，假设此后任何增长既不创造也不毁灭价值——新投资的回报等于资本成本，净现值为零。

护城河宽度决定的，就是第二阶段有多长。

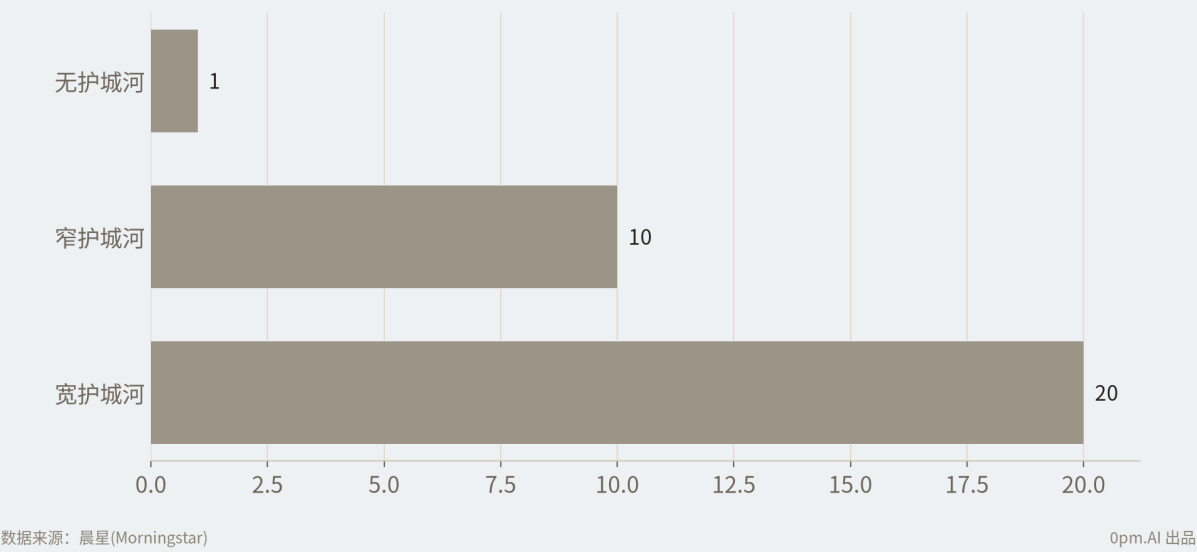
无护城河的公司，这一段设为**一年**。一年之后，它每一笔新增投入的回报就等于资本成本，再怎么增长也不再产生价值。宽护城河的公司，这一段可以设到**十到十五年甚至更长**。

一年和十五年之间的差距，就是"不可替代性值多少钱"的全部答案。

它买的是 fade 期的年数。

护城河买的不是倍数，是年数

晨星三阶段DCF：护城河宽度直接决定第二阶段(fade期)长度——超额回报向资本成本收敛所需年数



护城河宽度不进倍数，进的是第二阶段：无护城河1年，宽护城河10-15年或更长

这句话倒过来读，才真正有用：当你说一家公司"不可替代"，你实际上是在断言它的 fade 期不止一年。

那你能说出是几年吗？依据是什么？

说不出来，这个判断就还没进入估值，它停在情绪那一层。晨星把可用的依据也列死了——无形资产、转换成本、网络效应、成本优势、有效规模，五条，别的都不算。另外还有一项独立判断叫护

城河趋势：这个优势正在增强、稳定，还是削弱。

二、快变的行业，市场本来就不肯给年数

比晨星更早，1997 年一份券商研究报告已经把这件事讲透了。作者是当时任职瑞士信贷第一波士顿的毛布森(Mauboussin)与约翰逊(Johnson)，他们给竞争优势期(CAP)下的定义是：公司在增量投资上取得超过资本成本回报的**持续时间**。

不是某个倍数。是一段时间。

决定这段时间长短的有三条：当前投入资本回报率(ROIC)水平、行业变化速度、进入壁垒高低。

第二条是本系列最扎心的一条——同样是高回报，处在快速变化行业（比如科技）的高回报，市场给的估值远不如稳定行业（比如饮料）的高回报慷慨。原文甚至直接写明：一家增长较慢、回报很高、身处稳定行业的公司，完全可能拿到比一家高增长高回报但身处快变行业的公司更高的市盈率和市净率。

差异由市场隐含的 CAP 长短解释，会计口径的倍数解释不了。

这条不是理论姿态。它意味着：同一条产业链上，一个环节眼下赚得越多，未必换来越高的倍数。市场定价的对象从来不是“现在赚多少”，是“还能赚多久”。你盯着的那个环节如果技术路线一年一变，年数就天生短。

CAP 也不是玄学，它被测出来，而且会变。食品行业 1982 到 1989 年，平均 CAP 从 8.6 年拉长到 17.4 年，同期整个行业的估值中枢跟着抬升。

七年里，行业还是那个行业，公司还是那些公司。变的是市场认为它们的好日子还剩多久。

三、两盆冷水：先证明它不在那六成半里

达摩达兰(Damodaran)做过一次统计：全部样本中 **65.36%** 的公司，没能取得高于资本成本的回报。市值超过五百亿美元的大公司里，这个比例是 **53.99%**。

一半以上的巨头都过不了这条线。

那你凭什么假定自己手里这家能过？

第二盆更冷：「增长本身不创造价值，只有伴随超额回报的增长才创造价值。」一家公司增长很快，但新增投资的回报只等于资本成本，它会变得更大，不会变得更值钱。

所以订单翻一番、产能翻一番、营收指引上调，这些消息本身并不告诉你价值有没有增加。得接着问：这一轮新增投入的回报高过资本成本吗？高多少？还能高几年？

至于超额回报期该设多长，达摩达兰给的判断依据是三样：企业规模、当前增长与超额回报的势能、竞争优势的大小与可持续性。同等条件下，小公司比大公司更容易赚到并维持超额回报；壁垒足够高，高增长才可能维持得更久。

四、该盯 ROIC，还是该盯增速

麦肯锡(McKinsey)给过一个很不客气的对比：ROIC 超过 20% 的企业，十年后仍留在同一组的概率约 50%；而高增长企业，很少能保持高增长。

高 ROIC 比高增长更容易维持。

这一条直接决定你该盯哪个数。一家公司连续三年营收增速 60%，另一家连续三年 ROIC 25%——后者对未来的信息量大得多。前者大概率要掉下来，后者有一半机会十年后还在原地。

大部分研报把篇幅给了增速，更该被盯住的那个数常常只躺在附表里。

五、三型不可替代，三把不同的尺子

前面把不可替代拆成过三型。到了估值这一步，三型要分开量。

份额型（靠规模与交付能力守住份额）：该看产能周期与单位盈利，而不是当期市盈率。同行的扩产节奏决定超额回报还剩几年。周期底部这类公司的利润会失真甚至为负，用市净率或重置价值比用市盈率稳。

资源型（靠禀赋与分离能力）：看供给闸门与重置价值。它的年数由两条曲线相交决定——下游需求周期，以及竞争者建成替代产能所需要的时间。谁能新拿到许可、新建成产能，年数就从哪一天开始缩。

工艺型（靠技术代差）：看 ROIC 与 fade 期长度。代差还剩几代，fade 期大致就还剩几年。三型里，只有它可以正面套用晨星那套年数框架。

你手上只有一把尺子，就必然有两型量不准。

六、工具的适用边界，比工具本身更值钱

企业价值倍数(EV/EBITDA)。它适合资本结构差异大、折旧政策不同、跨税收辖区的比较；净利润为负而息税折旧摊销前利润为正时，市盈率失效，它仍然可用。

但有个陷阱正好长在这类公司身上：当资本开支不等于折旧，EBITDA 就不是技术上正确的现金流代理——这一点恰恰对最常用它的资本密集型行业影响最大。

一家正在大规模扩产的公司，资本开支远高于折旧。你用 EV/EBITDA 去量它，等于假装那些正在浇筑的厂房不花钱。

正常化盈利法。格雷厄姆与多德在《证券分析》里的老办法：单年盈利波动太大，反映不出真实盈利能力，应把盈利在过去五到十年间做平滑；传统市盈率会因盈利受商业周期强烈影响而失真。他们给了五年、七年、十年三个选择，席勒后来据此做出周期调整市盈率(CAPE)——当前价格除以过去十年经通胀调整的平均盈利。

对周期性重资产，这一步几乎是必需的。它算出来的不是结论，是一个问题：眼下的盈利水平，落在它自己十年区间的哪个位置？

PB-ROE。由威尔科克斯(Wilcox)于 1984 年提出，理论地基是股票当期估值（对数化）与预期盈利水平之间存在线性正相关。它有两条硬假设：增长遵循两阶段模型、净资产增长率 g 与分红/净资产比 d 在阶段内不变；企业盈利全部转换为净资产增长与分红，即净资产收益率 $ROE = g + d$ 。

一家把利润全部砸进扩产、几乎不分红、ROE 在周期里上下翻一番的公司，这两条假设一条都不成立。框架没错，是被用错了地方。

分环节口径。中信证券研究部对半导体产业链给过一份对照：设备与材料的成熟企业以市盈率为主、成长期可考虑 PS 与 PEG；晶圆代工以市净率为主；封测更适合市盈率；IC 设计轻资产重研发，可综合适用 PE、PEG、PS、市现率(PCF)。

尺子还会随阶段更换。应用材料被市场量的方式，三十年里换过四轮：1992 年前成长初期净利润波动大，用 PS 较稳定；1992 年成为全球第一大半导体设备企业后，市场长期改用 PE；2000 年互联网泡沫、行业重创、业绩低迷，市场转而采用 EV/Sales 与 EV/EBITDA；1996 至 2011 年密集并购期，PE 大致在 20 到 40 倍，2011 年后并购放缓、地位稳固，PE 逐渐平稳降到约 10 到 15 倍。

同一家公司，同样的技术地位，被量的方式换了四次。

尺子不是公司的属性，是公司所处阶段的属性。

七、四个问题，比任何倍数都管用

下次有人把一家公司递到你面前，说它不可替代，按顺序问四句：

第一，它现在的 ROIC 高过资本成本吗？高多少？ 过不了这一关，后面都不用问——六成半的公司在这一步就出局了。

第二，这份超额回报还能维持几年？ 说得出年数吗？依据落在无形资产、转换成本、网络效应、成本优势、有效规模的哪一条上？

第三，这个优势在增强、稳定，还是削弱？ 年数是会缩的，尤其在技术路线一年一变的地方。

第四，它属于哪一型，你手里这把尺子配不配这一型？ 用市盈率量周期底部的份额型，用 EV/EBITDA 量扩产期的重资产，都是拿错了尺。

这套东西不会告诉你贵还是便宜，它做的是另一件事：把一个形容词逼成一个可以被证伪的数字。

你说它还有十年。两年后新增投资回报开始往资本成本靠，你就知道自己错了，而且知道错在哪一格。

倍数给不了这个反馈。它只会在你错了之后，让你以为是市场情绪的问题。

最后一句冷水：年数是假设，不是事实。它会随行业变化速度、随竞争者的下一次扩产、随一次技术路线切换而缩短。真正的功课不在算出那个数，在于持续检查它有没有变短。

风险提示： 本文只讨论估值方法及其适用边界，不构成对任何公司、任何证券的估值结论。文中所引数据与研究结论均来自公开资料，历史统计规律不代表未来表现；估值模型的输出高度依赖假设，假设变化会导致结果大幅变动。市场有风险，投资需谨慎。

免责声明： 本文不设目标价、不构成投资建议，亦不构成任何买入或卖出的要约邀请。读者据此操作，风险自担。

数据来源： 晨星(Morningstar)《股票研究方法论》；毛布森与约翰逊《竞争优势期(CAP)：被忽视的价值驱动因子》(瑞士信贷第一波士顿，1997)；达摩达兰(Aswath Damodaran)纽约大学斯特恩商学院教学页与相关研究文章；麦肯锡(McKinsey & Company)关于 ROIC 与增长的研究；CFA 协会《基于市场的估值：价格与企业价值倍数》；格雷厄姆与多德《证券分析》，席勒(Robert J. Shiller)周期调整市盈率方法；威尔科克斯(Wilcox, 1984)PB-ROE 模型，经华福证券策略专题报告整理；中信证券研究部《科创板估值方法全景透视》。

◆ Opm.AI 出品

用一把严苛的尺子把「中国离不开」和「世界离不开」分开，再把价格翻译成可验算的假设

真图驱动

一手权威源

多源交叉核验

数据与口径

数据来源

万得 Wind 金融数据服务（取数 2026-07-20）、公司2025年年度报告、USGS 美国地质调查局 Mineral Commodity Summaries 2026、TrendForce 集邦咨询、LightCounting、Prismark、Dell'Oro Group、CINNO Research、晨星 Morningstar 经济护城河评级方法、Damodaran 公开讲义与数据、麦肯锡《Valuation》、第一财经

更新：2026-07-21

访问官网



扫码直达 Opm.ai

官网入口

Opm.AI

风险提示：本内容基于公开信息整理，仅供研究参考，不构成任何投资建议、不预测涨跌、不承诺收益；力求准确但不保证完整无误，据此操作风险自担。市场有风险，决策需谨慎。

© 2026 Opm.AI