

E10 生意分析：谁是中国的喜诗糖果？

2025 年 8 月 22 日

喜诗糖果（See's Candies）算得上价值投资里“圣杯”级别的案例，值得花时间研究透彻。

我们也经常听到五花八门的“xx 就是中国的喜诗糖果”的说法，如果真是如此都可以直接买爆，所以到底要怎么鉴别？

这一期我们把这一个标杆型的生意给聊透。

以下是 Alice 这次美国之行给我们带来的现场照片：







时间轴

00:07 契机

04:21 喜诗历史和简介

07:50 巴菲特收购交易和投资背景

18:14 巴菲特自己的投资复盘

26:52 我们学到的东西

27:21 好的商业模式？

57:15 好的文化？

1:01:06 好的价格？

1:03:59 对喜诗可能的一些偏见

1:08:39 谁可能是中国的喜诗糖果？

导语：从“捡烟蒂”到“好生意”的跨越

Patrick: Hello, 大家好，我是正常派，欢迎大家回到《慢慢变富》。暑假结束了，总算更新了。这一次我还是邀请了我们的老朋友 Alice。Alice 跟大家打个招呼。

Alice: 大家好，很高兴又来我们的播客串门。

Patrick: 好的，欢迎 Alice。今天大家应该看到的标题是聊喜诗糖果。喜诗糖果是巴菲特最为喜欢也最成功的投资之一，他自己对喜诗糖果当然是赞不绝口，多次在股东信还有演讲中提到，每年的朝圣的股东大会都会有这个展台。我知道很多人都会去奥马哈的喜诗糖果店去逛一逛，看一看这家公司。刚好 Alice 前一段时间也去了一趟美国，对喜诗糖果进行了现场的调研。所以我们觉得这是一个非常好的机会，我们来一起聊一聊，这个可以说是超级经典的标杆性的投资。

确实，因为喜诗糖果在巴菲特的所有投资里面非常有代表性。巴菲特说，因为投资了喜诗糖果，**实现了他“由猿到人”的转变**。因为他之前奉行的是格雷厄姆的那一套“捡烟蒂”的投资，追求的是极致的便宜，当时他可能是考虑用三倍市盈率去买一家公司。这种烟蒂型的投资者，到喜诗糖果时过渡到了“要以合理的价格买足够好的公司”的理念。因为喜诗糖果当时其实就已经达到了三倍的市净率、12 倍的市盈率，完全超越了烟蒂投资的范畴。所以这笔交易在巴菲特的整个投资生涯里面非常具有转折性，也非常具有代表性。应该可以说，没有喜诗糖果，就没有后续的一系列投资，比如说像可口可乐、吉列等。另外，这个投资也非常具有戏剧性，就是当年差点没买成，因为在跟卖方谈判的时候，卖方要价 3000 万美金。

芒格其实认为这个价格是合理的，但巴菲特当时还在习惯性地还价，他说：“2500 万，多一美分我就走了。”幸好对方最终接受了他 2500 万美金的这个报价，他们非常幸运。要是当时人家再坚持一会儿，可能就没有这一段历史，也可能就成就不了后来的巴菲特了。所以这确实也有一定的戏剧性。

喜诗糖果绝对是价值投资里面的标杆。你可以看见，现在很多人会说：“这个就是我们国家的喜诗糖果。”还有很多人说：“这是我们这个行业的喜诗糖果。”大家都是拿喜诗糖果来对标他们自己认为所谓的“好生意”。所以我们一定要对这样的一个标杆了解透彻，才能够去判断当我们做这样的类比时是不是合适。所以，趁着爱丽丝的美国之行对喜诗糖果的调研还算新鲜热乎，我们今天来好好讨论一下。我们今天的讨论会分四个板块来进行：第一块我们做一下喜诗糖果的简介，以及当时巴菲特收购这个交易的复盘；第二块我们会聊一聊巴菲特自己对于这笔投资是怎么总结的；第三部分我们照例会讲一讲我们从这个交易里边学到了什么，它是怎么样符合价值投资原则的；最后我们当然要延展性地讨论一下，谁可能是中国的喜诗糖果。

好，我们话不多说，直接进入正题。Alice，那你去美国见到了喜诗糖果，研究了他们的门店，体验了他们的产品还有服务，也给我带来了礼物，我尝了一尝也有了第一手的体验。你先带大家简单地了解一下喜诗糖果，还有巴菲特的这笔交易。

选项一：喜诗糖果历史与收购交易简介

Alice: 好啊，很高兴跟大家介绍一下喜诗糖果。先讲讲它的历史，它是 1921 年创建的，主要是一家糖果和巧克力的制造及分销商。比如说你去它的门店看，可以看到很多手工巧克力，还可以去自选做成各种礼盒。它比较有名的一些单品包括棒棒糖，还有巴菲特很喜欢的那个花生脆。它当时是由查尔斯·喜诗（Charles See）、他的妻子、还有他的母亲玛丽（Mary See）在加州洛杉矶创立的。所以你在喜诗糖果的每个包装盒上都可以看到玛丽老太太的肖像。后来到 1970 年左右，喜诗家族大概把门店扩展到了 160 多家。之后他们就开始寻求一些退出策略，并接触到了巴菲特。

喜诗糖果一直以“用最优质的原料”作为它差异化竞争的特点，比如说它经常做到零添加，而且拒绝使用防腐剂。它们企业的一个格言就是“绝不向品质妥协”。举个例子，在大萧条和二战的时候，在奶油和糖都受到严格配给的年代，喜诗当时面临一个选择：我是应该为了维持销量而用一些劣质的原料替代，还是说应该坚持高品质、只生产很少量的产品？最后喜诗选择了始终坚持原则，每天宁可卖完就关店，也绝不降低品质。所以这也为它在加州地区树立了一个非常高品质的品牌形象。

而且它的店一般是在情人节还有圣诞节的时候会排长队，经常就会卖光。它们其实算是一家小公司，因为到现在也就只有两百多家门店，虽然有一部分网上销售，但主要还是靠门店驱动。可以说在加州本地的话，喜诗糖果算是家喻户晓，很多人说它有点像是流行文化的一部分。我也是去到了加州之后，在旧金山还有洛杉矶看到了它的门店，才对这一点有了比较深的体会。

Patrick: 对，他们这家公司卖的糖果，其实很多时候是用来作为礼物的。所以就是在节假日，特别是像情人节、圣诞节这时候就会大排长队。因为在欧美，大家喜欢在送礼的时候送花、送巧克力，丈夫或者男朋友会买这样的糖果给老婆或者是女朋友对吧？记得巴菲特讲过，情人节你要是买了喜诗糖果，太太就会给你一个吻（kiss）。但如果你跟老婆说：“我买了一个便宜点的糖果。”你的太太可能就会非常生气对吧？所以巴菲特开玩笑说，送喜诗糖果就能够得到女孩的吻，这确实已经成了流行文化和习俗的一部分了。

Alice: OK，我接下来也跟大家简单介绍并回顾一下 1972 年，当喜诗糖果投资机会摆在巴菲特眼前的时候，如果我们站在当年的视角去看，会觉得它贵不贵。1972 年的话，查了一下历史资料，发现其实当时喜诗的业绩并不算说非常出色。因为当时它的年收入是 3130 万美元，息税折旧摊销前利润（EBITDA）大概是 400 万美元，税后净利润是 210 万美元，而账面上的净有形资产大概是 800 万美元。门店一共是 167 家，每年卖大概 1600 万磅的糖果，折合每磅糖果大概是 1.96 美元。当时喜诗家族要价 3000 万美元，那就意味着开价已经超过了它净有形资产的四倍，静态市盈率（PE）大概是 11.9 倍。最后这个成交是以 2500 万美元敲定的，所以按照最终成交价来算，它也是净有形资产的 3.1 倍。不知道大家有没有体感，其实这个价格即便放在今天来看，也不能算是非常便宜，而对当年的巴菲特来说，则显得更贵。

Patrick: 对，就是说我们再往回、再稍微往前捋一捋历史背景。因为巴菲特是 1962 年开始收购伯克希尔的股票，当时的伯克希尔还是一个纯粹的纺织企业。巴菲特因为一时意气，最后把伯克希尔控股下来了，结果让自己进入到了纺织业这么一个泥潭里。所以其实他在那个时候，面对一个日薄西山、越走越差、却还要你不断投入资金来更新设备的重资产传统行业，他当时的伤口还是新鲜的对吧？为了挽救伯克希尔，他最后下定决心去缩小纺织业务，把剩下多余的钱拿去做投资，才开启了伯克希尔新的纪元。所以他那个时候开始多元化，买了一家保险公司、买了一家银行、买了一家

报纸，还买了一个蓝筹印花票（Blue Chip Stamps）生意。所以在那个年代，他还没有完完全全走向后来那种“以合理的价格买好生意”的纯熟路线。

他身上还留有一点儿格雷厄姆那一派寻找极致便宜“烟蒂股”的旧习惯。正因如此，当最开始别人打电话给他，说有一家糖果公司你要不要买时，他的本能反应是：“糖果我不买。”然后别人劝他说你先看看，等他真正看了这个公司的财报之后，他才决定要出价。所以，当时买这么一个企业，以大概 3.1 倍的市净率、12 倍的市盈率去买一家公司，绝对在巴菲特当时的投资生涯里是从未发生过的。这确实不是他当时典型风格的一笔投资。我们看一笔投资的时候，也要看它当时的社会环境。1971 年，十年期的美国国债利率在 6.2% 左右。而考虑到喜诗糖果它在 1971 年的 ROE（净资产收益率）是 14%，如果你以 3 倍的市净率买下来的话，那它投资当期的账面收益率（ $14\% / 3$ ）大概只有 4.7%。

也就是说，你买入当期的收益率 4.7% 是明显小于当时十年期国债的无风险利率的。所以从这个静态角度来说，3 倍的市净率确实是有点贵的，买下来当期的回报甚至比不过买国债对吧？所以价格并不便宜。但做投资，肯定不能只看当期的静态收益率，而是要看它随着企业的发展壮大，净资产变厚或者分红，长期的收益率会慢慢变好，所以他一定是看中了它未来的成长方向。

但是还有另外一个好玩的反向角度我们可以看一下：当时巴菲特自己的上市公司伯克希尔·哈撒韦，它自己在股市上的市净率大概只有 0.9 倍。所以，一个自己市值打折、市净率只有 0.9 倍的上市公司，去买一个 3 倍市净率的非上市公司，从资本套利的角度来说，这其实是在拉低和摊薄自己的账面市净率的。总的来说，我感觉当时也受到了一些股市大盘的影响，因为当时整个美股市场应该算是一个牛市阶段。比如标普 500 在 1971 年的市盈率大概是 18 倍，过去的五年其实一直维持在 18、19 倍这样的牛市水平。而伯克希尔自己的股价，虽然传统主业确实是个泥潭，但是随着巴菲特重振多元化投资之后，股价也在慢慢攀升，从他 60 年代初刚开始买的大概 10 块钱左右，到 1971 年已经涨到了 40 美金左右。所以应该说在牛市环境里，市场上并没有太多便宜的“烟蒂”标的，而自己的股价上涨得还不错（十年涨了四倍对吧）。所以当时以三倍溢价买下它，是有多种因素促成的。但我觉得最核心的，一定是芒格对于他的极力规劝——我们要学会“以合理的价格买好的公司”，这才让他最终下了这个狠心，最后也非常幸运地以 2500 万美金买下了这个好公司。

Alice: 对，我也补充一下巴菲特当时买烟蒂型公司的典型风格。比如他当时有一个代表作，是一辆（家）农业设备和风车生产商，叫做 Dempster Mill。当时他是以每股 28 美元的价格买入，而这个公司每股大概有 50 美元的流动资本和 75 美元的账面价值。也就是说，他过去习惯用账面资产价值的 25% 甚至更低折扣去买进，然后再以几倍的价格卖掉，这是他纯粹的捡烟蒂风格。连他自己后来都开玩笑说，这种烟蒂型投资虽然便宜，但你只能赚一次清算或估值修复的钱，很难反复获利。

关于国债无风险利率那一块，其实还可以换个资产配置的角度来想：喜诗当时的年净利润是 210 万美元。我们可以想一下，如果我们去买 6.2% 利率的无风险国债，需要花多少本金才能每年稳稳赚到 210 万美元的利息？算下来，大概需要花 3380 万美元来买国债，才相当于在每年跟投资喜诗赚得一样多。但是我们要意识到，国债是完完全全无风险的，而商业经营是有风险的。如果把商业风险折价，给国债打个 6 折，价值是 2028 万美元，比它 2500 万的成交价还是要低的；哪怕打 7 折，也只有 2300 多万美元。所以从机会成本的角度来看，这个价格的确是不便宜。甚至如果你从 PE 的角度来看，喜诗当时在账面上几乎是一家不增长的企业。如果我们给一家不增长的传统企业 10 到 12 倍的市盈率，在当时既没有预留安全边际，又看不到未来的量能增长，如果是 210 万美元的净利润乘以 10 倍，再给自己留个 7 折的安全边际，你好像可能只愿意出大概 1500 万美元左右。所以无论从哪个角度推导，巴菲特当年愿意去付账面价值三倍的高溢价，对他们、甚至对今天的价值投资者来说，都是一个非常不容易的重大决定。

Patrick: 对，因为他之前开合伙企业的时候，习惯了用 0.25 倍的市净率去捡烟蒂，突然要以三倍溢价去买一个不怎么成长的传统手工制造，确实彻底打破了他以前的风格。喜诗糖果确实在加州是家喻户晓，但是当时出了加州就没有半点名气了，其实喜诗糖果至今都很难真正走出加州。它是一个有点像是家庭作坊一样的生意，核心优势在于生产高品质、零添加、无防腐剂的巧克力，所以在本地社区的小范围之内，大家是很买账的。因为巴菲特是 1972 年买的喜诗糖果，当时这家店就已经有 50 年历史了。经过这半个世纪的沉淀，在加州本地人的心智里已经形成了一个共识：情人节买喜诗糖果送给伴侣，就能获得一个甜蜜的吻（kiss）。这个心智是坚不可摧的。但是走出加州，其实当时外省的人根本不知道喜诗糖果是什么，所以它确实没有太走出加州。现在是因为打上了“巴菲特成功投资”的标签，在投资界获得了名气，才渐渐被

全球大范围认知。但是在加州以外的普通人生活里，情人节大家也不一定非要送喜诗糖果对吧？所以它的规模和销量增长，应该说在客观上是非常不容易的。那既然它不怎么长，价格又卖得这么贵，当年的巴菲特和芒格到底看上了它的什么呢？

选项二：巴菲特经典复盘与“经济特许权”理论

Alice: 是的。

Patrick: 好，我们进入第二个部分，看看巴菲特自己的投资复盘。巴菲特后来在股东信以及自己的公开演讲里，其实曾多次深度去复盘喜诗糖果这笔交易。因为在他们看来，这是他们投资的第一家真正意义上的好公司。他提到，当时在评估价格的时候，他们看中了一个最核心的隐藏资产：**因为喜诗在加州构筑了极强、极好的用户心智，所以它拥有强大的提价能力**。通过提价，他们算过一笔账。

Alice: 对，他当时在复盘里写到，因为当时喜诗糖果的价格是每磅 1.95 美元。如果他们接手后把每磅价格调高 30 美分，提价到 2.25 美元，那么按照每年 1600 万磅的稳定销量计算，相当于平台在不增加任何额外成本的前提下，可以直接多赚 480 万美元的净利润！如果你把这笔隐藏的提价利润算进去，那 2500 万美元的买入价格瞬间就变得极其划算和合理了。

Patrick: 对，这个账他们在底层绝对是算得清清楚楚的。因为他们发现喜诗糖果每磅的价格只要往上涨一点，大家其实还是照样要买对吧？因为如果你不买，老婆或者女朋友就会生气。因为喜诗糖果拥有这种**提价权和定价权**，所以这是他们愿意支付相对较贵价格的核心原因。对于这一类型的卓越企业，巴菲特在 1991 年的股东信里面做过一个非常经典的学术归纳，他谈到：像喜诗糖果这样的企业，拥有不可多得的“经济特许权”（Economic Franchise）。在巴菲特看来，经济特许权就是一家公司最宽、最深、最强的护城河。

他总结了构成“经济特许权”的三大硬性条件：

1. 它的产品或服务是被市场强烈需要或者渴求的。
2. 顾客在意识里认为它的产品或服务是具有排他性、无可替代的。
3. 它受到的竞争压力极小，可以自主定价，拥有自由的提价权。

他认为如果一个企业同时符合这三个要素，它就拥有了无形的经济特许权。经济特许权的护城河当然有深有浅，但只要你具备了这三个要素，企业就能够自主定价，相应的就有机会获取远超行业平均水平的、极高的资本回报率。

另外，他还提出：拥有经济特许权的企业，天然具备极强的**容错性和反脆弱性**。也就是说，即使它在某个阶段遇到了一个经济不好的年景，或者遇到了一届比较糟糕、平庸的管理层，可能短期内会削弱它的盈利，但长期来看，绝对不会对这个企业的根基造成致命伤。所以巴菲特认为，像喜诗糖果这种产品被深度渴求、顾客认为无可替代、具有自主定价权的公司，多半就是一个可以闭眼买入的顶级好生意，值得为其支付一个高溢价。

Alice: 是啊，巴菲特和芒格在多年的股东信里，从 83 年开始到 2007 年，中间大概有四五次都在单独把喜诗拿出来写，写得非常详细，基本都是赞不绝口，觉得这笔钱花得太超值了。其中让我印象最深刻的一点，是他说喜诗的本质其实是在跟消费者“**租借心理份额**”，它的壁垒完全取决于顾客对它的心理认可度。

这个生意最精妙的地方在哪儿呢？就是他们发现，大多数人买这种盒装巧克力，其实不是为了买来自己吃的，而是**为了作为精美礼品在特定场景下送人**。比如过生日、或者是西方重要的节日，因此情人节和圣诞节是喜诗每年雷打不动的销量最高峰。

巴菲特开玩笑说，如果一个男人在情人节开车回家的路上，收音机里听到喜诗放的广告说：“你内疚吧，内疚吧，如果你今晚不买一盒喜诗送回家的话。”这个男人心里就会开始发慌、极度不安，他就会赶紧在高速上打个圈，专门开去门店买一盒喜诗，否则不带喜诗他甚至不敢进家门。这就是喜诗定价能力的底层秘密，它的提价权正是建立在消费者对它的特定心智依赖上，这让消费者对它的价格变动极度不敏感。

Patrick: 对，它作为“礼品”的这个特性确实至关重要。如果买来自己吃，大家可能会觉得它有点贵，会有肉疼感，去追求一些性价比；但当你把它作为送给爱人的礼物时，你一定不会在结账时计较一磅多涨了 5 美分，而选择去买一个更便宜、没有牌子的劣质糖果对吧？礼物属性确实是一个极强的消费心理防御机制。

Alice: 对，而且我感觉喜诗卖的不只是糖果，它卖的其实是一整套完美的体验。巴菲特说，我们要确保客户从购买到最终收到的每一个流程和细节都是开心的。所以他们

除了极度重视糖果本身的品质，也极度重视销售人员的服务态度。比如在节假日旺季非常忙的时候，店外面会排起很长的队伍。

巴菲特曾说过一个比喻：假如下午五点快要打烊的时候，我们的一位女售货员在精疲力竭的状态下，把最后一盒糖果卖给最后一位排队的顾客。如果这时候她依然能对这位等了很久的顾客展现出真诚的微笑，那喜诗糖果的护城河就又加宽了一分；但如果她表现得不耐烦、对顾客咆哮，那它的护城河就变窄了。所以护城河宽不宽，关键要看你整个产品和服务的销售细节。你要确保人们一想到喜诗糖果，脑海里就自然涌现出一种快乐、爱与温馨相同在的感觉。这个生意的精髓，就是把定价权牢牢立足在消费者不可动摇的心智上。只要占领了这一块，在这个商业竞争里想不赢都难。

Patrick: 对，大家如果去翻翻巴菲特的股东信，确实能看出他对喜诗糖果是无比偏爱的。直到今天，喜诗糖果依然是伯克希尔哈撒韦 100% 全资拥有的核心子公司，虽然现在因为规模相对小不再单独披露财务细节了，但它依然是一台极好的现金流印钞机。它从当年买入时只有 210 万美元的净利润，到今天已经变成了一个百年企业，每一年的净利润可能已经接近 1 亿美金了。所以，巴菲特自己的投资复盘告诉我们：喜诗是因为在漫长的时间里做对了一些极其正确、纯粹的事情，才最终拥有了这种宽广的经济特许权。而经济特许权让这个公司变成了一个拥有绝对护城河的顶级公司，这在商业世界里绝对是一笔最完美的投资。

选项三：从喜诗糖果透视“顶级好生意”的底层逻辑

那接下来，我们进入第三个部分：从喜诗糖果案例里，我们自己能学到哪些更具普适性的商业逻辑？我们看一个投资，一直强调的核心框架是：**必须同时具备好的生意、好的团队和文化、以及好的价格**，只有这“三个好”（Right business, right people, right price）全部满足，才算是一笔完美的投资。Alice 你怎么看？你觉得喜诗糖果这门生意到底有多好？在未来的几十年甚至上百年的时间里，它还能继续保持这样优秀吗？

Alice: 现场调研完之后，我觉得它完全配得上巴菲特对它的赞美。它除了拥有卓越的产品之外，最宽广的护城河就是它的**定价权**，而定价权又完全取决于对消费者心智的牢固占领。另外，它背后有一套极其出色、极其抗通胀的企业文化与管理机制。

还有一个非常震撼的指标，就是它**极高的长期 ROE（净资产收益率）以及极低的资本再投资需求**。巴菲特在 1972 年花 2500 万美元投资它之后，在过去的这几十年来，整个生意大体上只追加了大概 3200 万美元的再投资，而它剩下的所有庞大的、源源不断的净利润，全部被当作自由现金流上缴给了总部，用于在外面投资其他项目。

你想想，大家买糖果全都是付现款，它每天都在稳定地回收海量现金，整体运营极其轻盈、极其省力，不需要你天天操心技术升级和设备更新。你所有的精力，都可以纯粹地聚焦在如何把这个品牌的体验和品质经营好上。而且我们也要意识到，它卖的不单单是一颗糖果，它承载的是人们的一种生活方式、一种节日的传统记忆，它把“绝不向品质妥协”做成了几代人的共识。现在它已经历了 100 年的历史，它本身已经成了加州本地流行文化和美国文化的一部分。在加州本地消费者的心中，它不需要像星巴克或麦当劳一样把店开到世界的每一个角落，它只需要持续地、稳定地在本地提供这种能经得起时间检验的、高品质的产品与服务，就能跟消费者的情感产生极深的共鸣。几代人都在持续消费它，人们在里面感受到了爱、关怀、家庭的温暖和朋友的情谊，他们买的是一种温暖的感觉，这早已超越了糖果本身。一个企业如果能把消费者心智占领到这种程度，那它的定价权就是顺理成章、无坚不摧的，这个企业就会活得非常好。

Patrick: 没错。从我最开始接触价值投资和巴菲特，到后来深入拆解喜诗糖果的案例，它给了我一个巨大的商业启发：它在底层其实完美代表了一类极其罕见、极其顶级的**永动机型商业模式**。

如果我们从外在结果来看，它展现出来的特征确实如你所说，具有极其恐怖的自主定价权（在过去的几十年里，它近乎可以做到每年雷打不动地提价 5%）。它的毛利率常年稳定在 50% 以上的高水平，而它的整个资本回报率（ROC）更是惊人。在巴菲特刚买下它的时候，它税前的资本回报率就高达 52.5%；而在巴菲特买完十年之后的 1984 年，这个生意的税前资本回报率甚至已经超过了 100%！

当我第一次看到这个数据时，我是极其震惊的。商业世界里怎么可能会有一种生意，它的资本回报率能超过 100%？这意味着你投入 1 块钱，它每年能为你纯赚超过 1 块钱。**这种生意在底层就是一个不需要吃任何新增资本的永动机**，它不需要你往里面再掏一分钱去更新设备，就能自己维持完美运转，并且还在账上不断积攒、躺赚海量的

现金。在现在的 A 股和 H 股市场里，长期能维持 ROE 或者资本回报率超过 20% 的企业都属于凤毛麟角，更别提这种回报率超过 100% 的奇迹了。所以如果能从市场上筛选并买入这样的公司，那真的可以说是可以“买爆”的顶级资产。

但我觉得，这些亮眼的财务数据（年年能提价、高资本回报率、高客户满意度），都只是外在表现，并不是它的商业模式本身。它是因为拥有了一个极其顶级的商业模式，才自然推导出了这样的完美结果。那我怎么去总结这一类生意的底层商业模式呢？我认为是：**它们在一条正确的赛道（对的行业）里，通过长年累月、心无旁骛的聚焦，把自己的产品和服务做到极致，最终在消费者心中建立起了一种能与“美好、快乐和爱”直接画等号的绝对心智。**基于这种无形的心智，公司才最终收获了极强的差异化壁垒和不可动摇的自主定价权。

我们可以展开来拆解：首先，必须身处一条对的行业赛道。商业世界里确实客观存在着少数“任凭你再怎么努力、再怎么专注也做不出护城河”的泥潭行业。比如我们之前总提到的纯功能属性、大宗商品属性极强的**光伏太阳能板行业**。消费者唯一的考核指标就是每平米的发电效率和单位采购价格够不够便宜，在这种纯拼硬件参数的赛道里，你把产品外观设计得再有情调，消费者也不会为此支付半点溢价，你很难做出高质量的差异化心智。再比如巴菲特屡屡犯错的**航空服务业**，消费者买的是从 A 点到 B 点的廉价位移，同质化极高、且需要极重的资本投入去买飞机，很难产生黏性。

但在大部分非大宗商品的消费品行业里，企业是有机会通过几十年如一日的专注去做好产品的。喜诗糖果在过去的 100 年里，只专注于做巧克力和高品质糖果，从来没有看别人赚钱就盲目去跨界做饮料、做饼干。它宁可牺牲短期销量，也绝对不向品质妥协。在巴菲特买下它时，这种品质坚持已经沉淀了 50 年，到今天已经积累了超过一个世纪。

你要明白，**消费者心智绝对不是靠一两场轰轰烈烈的广告洗脑或者砸钱营销就能真正构筑出来的。**消费者作为一个大的整体，是非常理性的，你的产品到底用料足不足、品质好不好，大家心里跟明镜似的。喜诗糖果年年涨价，但消费者觉得它的品质和带给人的美好感觉配得上这个价格，大家就愿意买账。这种无形的心智壁垒，可能需要几十年的无瑕疵运营才能建立，但如果产品出现一次重大的质量和卫生危机，它可能在一夜之间就会荡然无存。

这就需要你不仅在产品研发上，甚至在消费者接触到的、以及接触不到的整条全生命周期链条上，都要做极致的效率优化。就像 Alice 刚才提到的，店面温馨的陈列、甚至快要打烊时售货员在极度疲惫下依然展现出来的那个真诚微笑，都在为这个品牌的护城河加砖添瓦。只有经历几十年、上百年长期的积累，这种心智才会在消费者心中产生一种接近“宗教和图腾”的精神共鸣，让它跟爱、快乐和最美好的节日回忆死死捆绑在一起。

当一个产品在消费者的意识里达到了这种高度，竞争对手就很难再去颠覆它了。因为虽然你可以通过逆向工程轻松破解它的巧克力配方、可以复制出跟它一模一样的店面装潢，但因为你无法复制它在消费者心中沉淀了百年的情感纽带，你随便换一个叫“阿猫阿狗”的糖果牌子，在情人节那天送给太太，就是无法产生喜诗糖果带来的特殊效果。这就是它最坚不可摧的无形护城河。

在伯克希尔哈撒韦这种崇尚专注、尊重品质的独特文化包容下，喜诗糖果在未来的 20 年、甚至 100 年里，大概率可以继续这么成功下去。因为人类喜欢吃甜食、喜欢巧克力和多巴胺的释放，这是深深写在我们基因和 DNA 里的基本需求，不会因为 AI 时代或者科技大潮的降临而发生改变。只要它们能源源不断地把赚来的现金上缴给总部去投资，自己继续克制、专注地把每一个生产和服务细节做好，这个百年长青的奇迹就会一直延续下去。

Alice: 顺着你对商业模式的拆解，我其实还有两个更深一层的思考。第一，喜诗糖果这种轻资本投入（资本开销极低）的特性，在面临通货膨胀的大环境时，是不是衡量一个好生意非常重要的核心指标？第二，在商业分析里，**销量的增长（Scale 规模）是不是真的有大家想象中那么重要？**

因为我查了一下喜诗被巴菲特收购后十年的历史数据，发现了一个非常震惊的事实：在这十年的时间里，它的门店数量仅仅从 167 家增加到了 207 家，平均每年只增长了 2%；而它的实际糖果销量，也仅仅从 1600 万磅增长到 2400 万磅，年化销量增速只有 4% 左右，可以说是增长得非常缓慢。但神奇的是，在销量和门店几乎没有怎么增长的这十年里，它的总销售额和最终净利润，却实现了**每年 16% 和 21% 的爆发式增长**！这背后所有的增长奇迹，完完全全源于它年复一年、理直气壮的定期提价，而它的消费者展现出了惊人的忠诚度，并没有因为提价而离去。

正如芒格所总结的：“喜诗糖果是一门典型成长缓慢、但极其稳定可靠的伟大生意。”他和巴菲特正是看准了这一点，把喜诗提价的速度调得比任何竞争对手都快，他们发现市场上很多平庸的企业根本不敢把价格定在市场能轻松接受的最高点上。芒格说，当你一旦看明白了定价权的这个底层秘密，你在市场上做投资就好像在街上直接捡钱一样轻松。这对我带来了巨大的认知震撼，因为现在很多分析师和投资者看企业，满脑子都是“这个生意的天花板有多大、市场规模有多大、每年销量必须翻几倍”，但喜诗的例子证明，销量的扩张好像并没有那么重要，真正的核心在于你有没有绝对的定价权。这点你怎么看？

Patrick: 对，你提的这两个点都极其深刻。首先关于低资本投入（轻资产），这确实是喜诗糖果身上一个极其优秀的财务特征。普通的糖果零售，主要的固定资本开销无非是原材料采购、一些基础的烘焙手工机器，以及在线下开店时需要支付的店面租金（这是最大的一笔开销）。除此之外，它完全不需要像钢铁、化工、或者传统制造大厂一样，每隔几年就要投入天文数字的资金去整体更新生产线和高科技设备。

但我们需要理性地看到，轻资产和低资本投入，并不能作为判定一门生意一定是好生意的充分条件。因为世界上有大把轻资产、不需要任何资本投入的生意：比如纯靠人力的咨询顾问生意，或者门槛极低的普通的家政物业服务，你只需要雇佣员工就能运转，几乎没有任何固定资产折旧的压力。但这些生意就一定好生意吗？显然不一定。低资本投入只是喜诗优秀商业模式在财务上的一种自然表现，在巴菲特的整个投资组合里，其实他也买过很多极其赚钱、极其优秀的重资产基础设施和能源公司。只要这笔投资背后的资本回报率和账目算得过来，重资产同样可以诞生伟大的企业。

核心在于你提到的第二点：关于规模和销量的扩张，到底是不是好生意的核心指标？喜诗糖果用上百年的历史证明，它绝对不是一个必要条件。

我们当下的资本市场对“销量增速和规模扩张”产生了一种近乎病态的迷恋，误以为只有万店连锁、只有规模迅速膨胀的才是好公司。但对于真正的投资者而言，盲目、低质量的扩张性增长，在很多时候非但不能创造价值，反而是在疯狂地毁灭企业价值。

我们站在投资者的第一性原理来想：除非一门生意每投入 1 块钱，能够稳定带来超越银行利息和基础无风险回报的高收益，这种增长才是对价值有益的。如果喜诗糖果为了片面追求规模的增长，拿着赚来的大笔现金，盲目去跨界开发一个它完全不擅长、没有心智壁垒的口香糖业务，去跟市场上的口香糖巨头硬碰硬，这在战略上是极其愚蠢的。因为作为一个理性的投资者，如果我看好口香糖行业，我完全可以把钱直接投资给市场上的口香糖龙头（比如绿箭），让专业的龙头去帮我做大，我为什么非要做手工巧克力的喜诗糖果拿着钱去盲目跨界呢？

所以对巴菲特来说，**他最看重的不是企业有没有盲目扩张的野心，而是这个生意在它最擅长的这一亩三分地里，能不能把赚钱效率做到极致，然后把不需要的闲置资金来源不断地抽出来，交给总部去配置到更高效的地方。**

这种克制、高质量、成长缓慢但拥有绝对提价权的生意，其内含价值其实远远高过那些靠砸钱补贴、拼命开店做大销量的表象繁荣。如果放在我们国内现在的内卷环境里，一个品牌要是发展了 100 年才开了 200 家店，在互联网思维看来简直是不值得一提的慢公司，大家都在疯狂追求万店规模。但很多时候，当你为了万店规模去疯狂扩张、把店开到根本不具备品牌心智的低线市场时，由于管理摩擦呈指数级上升、品牌调性被稀释、单店利润暴跌，你其实是在疯狂摧毁企业原本最核心的价值。所以，高质量的定价权，其含金量远远超越了单纯销量的规模增长。

当然，如果我们要拿放大镜去客观审视喜诗糖果的商业模式，它也存在一个天然的局限性：**正是由于它高度依赖特定区域的特定情感心智，导致它缺乏庞大的“资本再投资容量”**。即使巴菲特手里握有几百亿、几千亿美金的闲置资金，他也无法把这笔巨资线性地投入到喜诗糖果里面去，让它在短期内开出几万家店并成倍放大盈利，它只能容纳几千万美元级别的精细化运营。

如果我们把喜诗糖果跟巴菲特后来投资的**可口可乐**做一个对比，就能清晰看出区别：如果说喜诗糖果是一个顶级的好生意（Good Business），那么可口可乐就是一个真正绝好的伟大生意（Great Business）。

- **全球化复制能力**：可口可乐具备近乎无限的全球化复制网络，它能冲出美国，把装瓶厂和分销网络铺到地球上的每一个角落，能够容纳成百上千亿级别的庞

大资本在里面持续高回报地滚动；而喜诗糖果至今也只是走出了加州的一小步，在全球也只是零星开了几家店，无法做到全球化的大规模工业化复制。

- **消费频次与味觉饱和度：**虽然两者的口味都是甜的，但人类对盒装高档手工巧克力和糖果是有天然的“味觉厌倦和消费频次瓶颈”的，你不可能天天把高档巧克力当饭吃。但可口可乐通过独特的配方设计，完美做到让全球海量消费者把它当作日常解渴的无负担汽水，可以当成水一样天天喝、随时喝，几乎没有消费量的瓶颈。
- **资产的轻盈度：**可口可乐本质上不需要自己去开成百上千家线下的直营零售门店，它是通过向各地的瓶装厂和麦当劳、必胜客等大渠道售卖原浆来做生意的，资产比需要自建直营门店的喜诗糖果还要轻得多。

所以，对于手握巨量资金的巴菲特来说，可口可乐在商业规模和资本容量上，是一笔显著好于喜诗糖果的伟大生意。这也是为什么当年他买喜诗糖果时只肯出 12 倍的 PE，而后来买可口可乐时，却心甘情愿支付了 25 倍 PE 的极高溢价，因为伟大的生意值得更贵的筹码。但无论如何，这并不妨碍喜诗糖果在特定体量内，成为一门极其赚钱、让人极其省心的顶级好生意。

话题四：宾至如归的组织文化与价格的理性审视

接下来我们看第二个好——它的团队和企业文化，你这次去实地调研，在门店里有什么直观的体感吗？

Alice: 它们的团队和门店文化给我的印象极其深刻，这是在一手体验中才能强烈感受到的。我一走进它们的门店，里面的女售货员和店员们都展现出了极大的活力和极其真诚的热情，真的会让你产生一种宾至如归的感觉。你刚一进店，店员就会立刻微笑着双手递上一整块手工巧克力让你免费试吃。因为我是第一次去，对各种口味很不熟悉，他们表现得极其有耐心，温和地跟我说“不用着急，您可以慢慢选”。当你需要挑选和询问时，他们会非常专业、热情地为你解答；但当你想要自己安静浏览时，他们又会恰到好处地退到一旁，绝对不会像很多国内导购一样为了完成 KPI 贴身缠着你进行窒息式的推销，整个购买体验极其舒服、极其解压。

我记得在洛杉矶的门店里，我特意询问了一个年轻的男店员，问他在这里工作是一种怎样的真实体验？他非常自豪且开心地告诉我：“**在这里工作太快乐了，感觉就像在迪士尼上班一样！**”我当时听了还稍微有点惊讶，心想这不会是公司统一培训的应付公关的客套话术吧？于是我追问他为什么会这么说，他非常真诚地看着我说：“因为来喜诗糖果买东西的顾客，百分之八九十都是为了在节日和生日里给心爱的人准备礼物的，他们都是带着爱和美好的心情走进这家店的。所以我们每天都在这样一种充满了爱与幸福的磁场和气氛中工作。我们的工作本质上不是在卖商品，而是在帮顾客传递一份爱，每天看着他们心满意足地选好礼盒，把爱带回家，这让我们也觉得极度幸福和满足。”这番话真的深深打动了我，这种由内而外散发出来的职业幸福感和真诚度，绝对不是靠冷冰冰的惩罚和制度能硬训练出来的，它只能是企业文化长年累月滋养出来的结果。

Patrick: 没错，喜诗糖果最核心的企业文化格言，就是我们刚才提到的 **"Quality Without Compromise"（绝不向品质妥协）**。它们把产品品质和客户体验放在了绝对第一性的位置上，这是优秀企业文化最重要的压舱石。

而且它们对待自己的员工也是出了名的宽厚和友善。在喜诗的工厂和门店里，有大量的员工长年累月地在这里服务，甚至一干就是一辈子。有很多加州本地的西班牙裔家庭，整个家族的兄弟姐妹、母亲和女儿都在喜诗里面快乐地工作，形成了极强、极温馨的家庭式组织氛围。甚至在当年二战物资极度匮乏、因为面料配给不足导致门店不得不提早打烊关门的时候，喜诗的管理层也毅然决定：**哪怕门店提前关门了，公司也必须全额发放员工全天的薪水，绝对不让打工人承担时代的代价**。一个对品质极度偏执、对客户极度真诚、对员工又极度厚道的公司，它的企业文化是毫无疑问、极其卓越的，这也是它能走过 100 年的核心内功。

那我们最后来看第三个好——价格。如果从今天的后视镜来看，当年的 2500 万美元简直是便宜到了极致，因为现在的喜诗一年就能给总部纯赚近 1 亿美金对吧？但我们需要给所有听众和投资者提一个醒：**在做商业分析时，我们永远不能站在后视镜的上帝视角去评判当时的价格贵贱**。因为未来在当时是完全不可知的，充斥着各种各样的经营风险和宏观变数。价值投资之所以在买入时强调安全边际，就是为了防范未来不可知的风险，做好最坏的打算。如果你看惯了后视镜，觉得现在花 12 倍市净率买个公司也划算，那在现实的投资中大概率是要狠狠撞车的。只能说，站在当时的社会利率和

市场环境下，2500 万美元对于这样一个拥有绝佳心智壁垒的顶级企业来说，是一个极其理性、合理的合适价格。芒格当年觉得对方要价 3000 万也合理，正是看穿了“以合理的价格买伟大的公司”的真谛。

话题五：谁是中国的喜诗糖果？全面透视标杆的四大画像

Alice: 对，好生意的合适价格，其含金量远远超越了单纯捡烟蒂的便宜价格。

Patrick: 没错。那接下来，我们进入今天最有趣、也是大家最关心的延展性话题：**谁有可能是中国的喜诗糖果？**

在聊这个话题之前，我必须先给大家泼一盆冷水：我们今天的讨论是纯粹的商业模式推演，这里面没有任何股票代码，更不构成任何的投资建议。因为现在国内的投资圈里，很多人在分析公司的时候，稍微看到一个品牌做得好，就喜欢兴奋地贴标签说：“这就是中国的喜诗糖果！”这种简单粗暴的类比，往往具有极大的误导性。

不能因为某个公司符合了喜诗糖果的某一个局部特征，就觉得它能复制喜诗的复利奇迹，因为局部特征绝对不是好投资的充分条件。为了帮大家在看公司时拨开云雾，我们必须先用理性的解剖刀，为喜诗糖果这个商业标杆画一幅极其精准的“商业模式自画像”。我认为，真正的喜诗糖果，必须完美同时符合以下四个核心画像特征：

1. 它是高度场景化的礼品属性

礼品属性是喜诗糖果最核心的防御机制。虽然平时也有零散的散装客户买来自己消费，但它每年 80% 以上的庞大营业额，完全是由几个核心的送礼节假日（情人节、圣诞节）驱动的。因为它是作为表达心意、送给爱人的礼物，所以**消费者在决策时的价格敏感度被降到了极低**。

2. 它在销量（量能）上几乎不增长，但具有极强的自主提价权

过去的半个世纪里，它的实物销量年化增速只有可怜的 2% 左右，甚至跑输了加州本地的 GDP。但它拥有极强的自主定价权，每年圣诞节一过就能理直气壮地提价 5% 左右，消费者依然极其忠诚、绝不离去。它不需要靠拼命开店、做大销量来维持生存。

3. 它在财务上表现为极度轻盈的轻资本消耗与恐怖的资本回报率

整个生意一旦成型，不需要任何庞大的新增固定资产投入。它不需要你再投钱建大厂，账面上的资产收益率和资本回报率高到超过 100% 的夸张程度，是一台纯粹的现金流印钞机。

4. 它在特定区域的用户心中，构筑了与“爱、美好、温馨”完全划等号的统治级心智

这个核心心智在本地是形成了绝对垄断的。而且这种心智绝不是靠打几年轰轰烈烈的广告就能砸出来的，它是靠 50 年、100 年点点滴滴、完美的品质与细节服务，在几代人的生命里沉淀出来的共识——送喜诗糖果，就等于在表达真挚的爱。这种无形的情感共鸣，让竞争对手通过逆向工程复制出再好吃的巧克力、再精美的店面也根本无济于事，无法动摇它分毫。

只有把这四个特征像拼图一样完整拼在一起，才是真正的喜诗糖果。如果我们在中国的商业市场里去寻找，符合这四条画像特征的企业，可以说是凤毛麟角、极其稀有的。Alice，你怎么看？

Alice: 我非常赞同你推导出的这四个画像标准，总结得太精辟、太清晰了。

Patrick: 我们可以顺着这四个标准，来理性审视一下目前国内投资圈里常见的几种流行归因和误区：

- **误区一：茅台是中国的喜诗糖果？** 很多投资人认为高端白酒里的**贵州茅台**就是中国的喜诗糖果。如果对照这四个指标，茅台确实是在很大程度上是最接近的：它具有极强的礼品与社交属性、几乎是极度轻资产的印钞机、毛利极高、且在国人心中构筑了尊贵、高规格社交的绝对统治级心智。所以如果说茅台是中国版的喜诗糖果，我觉得从商业模式层面上来看，并不算过分，它是高度符合的。
- **误区二：买烘焙礼品龙头、买传统节日食品？** 有人说国内有些主打烘焙礼品、逢年过节卖中式蛋糕和中秋月饼的上市公司（比如元祖股份或者某些月饼老字号），也是中国的喜诗糖果。因为中国人过节也要送月饼、送糕点对吧？但如

果我们仔细用第四条指标“与美好情感画等号的绝对心智”去审视，就会发现巨大的成色差异。比如在香港大家过中秋送美心月饼，虽然它也是个好牌子，但送美心月饼在消费者的心智共识里，真的已经达到了“送它就等于在表达无可替代的爱”的那种带有精神符号和宗教图腾般的情感高度了吗？显然还没有。它更多的是一种传统习俗的应景消费，其心智黏性和自主提价权跟喜诗相比，还有极大的差距。

- **误区三：买成瘾性、买嘴巴的小零食？** 还有一种非常流行的说法，觉得凡是卖带有轻微成瘾性食品的公司（比如洽洽瓜子、周黑鸭、涪陵榨菜等）都是喜诗糖果，因为吃了让人上瘾、消费频次高、毛利也高对吧？但别忘了，喜诗糖果最核心的防御壁垒不是因为“糖有成瘾性”，而是因为“它是社交标示和表达爱意的首选礼品”。你平时买一包瓜子、买盒鸭脖或者买包榨菜，纯粹是为了自己嘴馋当零食吃，由于它不具备高溢价的礼品属性和特定情感场景的垄断性，消费者在购买时的价格敏感度其实是非常高的。同样的道理也适用于**咖啡赛道**。咖啡也具有强烈的成瘾性，但你看现在的国内咖啡市场，前有星巴克、后有瑞幸、Manner 以及各种独立独立站，大家不仅无法提价，反而陷入了惨烈的价格补贴大战，天天在降价对吧？因为咖啡的选择太多了，如果你的产品差异化不够、没有锁死特定的情感心智，单凭成瘾性是绝对无法阻挡竞争对手涌入来打价格战的。
- **误区四：把“高毛利和轻资产”的财务结果，误当成了商业模式的因** 像海天味业、伊利股份或者医药界的片仔癀，经常因为能提价、高毛利、轻资产，被贴上喜诗的标签。但大家必须分清因果：**高毛利和轻资产只是优秀商业模式最终表现出来的财务特征，它们绝对不是商业模式本身**。如果你不看它底层的资产属性和心智壁垒，单看高毛利就去买入，往往也是要吃大亏的。

所以，这些单一的局部特征，绝对不能当作判定好投资的充分条件。通过我们今天对它历史、文化、管理和底层模式的全方位拆解，我想告诉大家：真正的、中国版的喜诗糖果一定是极其稀有、极其罕见的。因为要在一条正确的赛道里，找到一个创始人和团队，心无旁骛、不受外界万般诱惑地长达 20 年、50 年、甚至 100 年专注只做好一件产品，在消费者心中沉淀出一种能与美好情感融为一体的绝对图腾，这在充满浮躁和诱惑的商业世界里，实在是太难太难了，它需要时间的无情洗礼。

如果大家在日常的生活和研究中，真的发现了符合这四条画像标准的、中国本土的顶级企业，请一定在评论区留言告诉我，我们一定要加倍去珍惜它。马上就要到传统的七夕节了，大家也可以在评论区聊一聊，在你们心中，送什么礼物能够毫无保留地代表一份毫无杂质的真挚爱意呢？说不定在这里面，我们就能顺藤摸瓜找到真正中国版的喜诗糖果。Alice，你最后还有什么想和大家分享的吗？

Alice: 我最后只补充一点。我觉得喜诗糖果的商业奇迹，带给我们最深层的启发，其实是关于一个组织和个人的价值观。关于对耐心的坚守、对品质的执着、以及对一致性的践行。这套最朴素、最简单的商业哲学，跟巴菲特和芒格所践行的价值投资大道的底层心性是完全互通、水乳交融的。

这也是我个人极其钟爱喜诗这个案例的原因，我们在里面学到的，远远超越了财务和商业本身。它完美的背后，是几十年如一日的克制、坚持与心性修炼。正因如此，这样伟大的长青企业才在地球上显得如此稀缺和珍贵。希望我们每一位走在慢慢变富道路上的同路人，都能修炼出一双明亮的眼睛，去在未来的生活里发现这样伟大的企业。

Patrick: 说的太好了，希望我们都能拥有这份好运。那我们今天就聊到这里，我们下次再见。

Alice: 好的，谢谢大家，拜拜！

Patrick: 拜拜！