

长期增长的奥秘

作者：Jean Estin

Estin & Co 总裁

企业战略对于高增长和低增长的企业中是不同的。这个观点对于预测投资需求、获取市场份额以及改变竞争结构具有重大的意义。然而，对于创造价值而言，最具识别力的角度不是企业增长的速度，而是增长所持续的时间。

短期增长与长期增长

中短期增长（连续 5~10 年年增长率超过 8% 到 10%）的实现是基于在不断增长的潜在市场上充分利用其显著竞争优势，如：成本优势，一项新的产品或服务，新的商业模式，一项颠覆性的新技术，在低成本国家进行的生产外包，强大的品牌知名度……

中短期增长的实现是基于大量的集中投资，这种投资要求超过市场正常增长情况下所需的要素，如：市场份额获取，增加新的产能，快速开发新产品所需的广告和营销投资，新地域市场的进入渗透，竞争对手的收购……

一旦新战略的价值被投资者所重视，股价就会在两到三年内上升，但很少会持续更长的时间。在实施新战略期间，市场就会快速有力地融合由新战略所产生的价值，这一过程甚至可能发生在相关利润还未完全实现时。

几年后，尽管战略逐步成熟并且卓有成效，公司的价值却仅有小幅的增长，因为这些成效早已被预测到并反映在股价中了。公司形成了可观的现金流，但不再创造价值。

长期增长（连续 15~30 年年增长率超过 8% 到 10%）对于公司的财务表现有着完全不同的影响。在整个过程中，金融市场从未完全将其纳入考虑范围，因为它的增长是难以预测的（你不能指责投资者未对企业未来不断的高增长进行价值评估，即使考虑贴现）。每年，随着公司盈利的增长，以及愈发可观的前景，投资者都将更新并进一步抬高估值。

因此，有数十家企业每年股价的上升正如它们利润的增长，股东收益远超资本成本。其财务表现的发展情况与传统视角中完美的金融市场不同，传统金融市

场包含了所有可用的信息。(参见表 1)

长期价值创造

长期增长是不可思议的。投资者可以在任何时间跳上火车，无论何时进入，都将得到大致相同的股东总回报(当然，不计短期波动)。前提是，他没有等到增长即将停止才进入，那样就为时已晚了。

例如，在通用电气公司的增长期间，一名投资者于 1980 年购买了股票，持有至 2000 年，他所获得的年股东总回报为 23%。如果他于 1985 年进入，持有至 2000 年，那么他的年股东总回报与之前是相同的。如果他于 1990 年进入，持有至 2000 年，他所获得的年股东总回报为 28%。

同样，投资者于 1977 年至 1999 年间持有欧莱雅公司股票所获得的年股东总回报为 24%，于 1985 年至 1999 年期间持有所获年股东总回报为 25%，于 1990 至 1999 年间持有所获年股东总回报为 33%。

连续 30 年以 15% 的年增长率成长的公司，在期末的价值将是那些与世界经济同步增长(年增长率 6%) 的公司的 12 倍。它们通过自身产品与服务优势，规模和持续时间以及提供给顾客的价值来改变世界。这些公司能够确保股东的资本安全，为管理者和团队提供长期的职业规划和丰硕的成果。它们定义了管理的发展趋势。

长期增长并非是不可实现的。在 2015 年美国前 500 的上市公司中，1/3 的企业在 1980-2015 年中连续 15 年以上增长显著(超过每年 10%)。(参见表 2 的一些典型案例) 它们是如何做到的？

杠杆

长期增长的故事都拥有以下这些相似的特点：

- 处于一个增长率高于经济平均增速(在过去十年间，西方国家的经济平均增速为 1.4%，新兴国家为 6.2%) 的市场，得益于一个主要新产品或服务的发展(如二十世纪五十年代到八十年代的汽车业，二十世纪六十年代到九十年代的现代物流业，1980 年到 2000 年的软件业，2005 年到 2015 年的智能手机业)。

- 一项质量上乘或使得对应的产品或服务更具成本竞争力的创新(科技、商业模式、定位.....)，并在一个大规模的市场或是一个足够深的利基市场取得重

大突破。

- 它的产品和服务在时间和地域上具有极佳的弹性 ,即使它经历着突变或是常规的科技进步。

- 该产品或服务在不同地区、客户群.....都有一个先进、系统的市场开局。

- 一个结构良好且拥有进入壁垒的活动 ,以及对领导力的正确认识 ,使增长策略和具有增值价值的收购项目变为可行。领导人的投资水平高于市场增长的需求是为了集中并生成比竞争对手更好的回报 , 允许自筹资金的增长。

- 一个足够大且足够深的市场 ,由于其需要一个较长的时间段并且通过市场份额的获取为领先企业提供远超出所在市场增幅的增长(或来源于原有市场或是基于收购)。

- 领先企业定期重新定义和扩展业务范围 ,是为了突破原本过于狭窄的定义 : 进入新的地区 , 扩大产品和服务的范围 , 并移动到相邻的细分市场。

- 或是最后 ,通过商业活动定期的多样化和对企业组合的积极管理 ,来经常性地更新增长来源 , 并从不从有成长预期的行业中撤走。

一开始 , 这些长期增长的战略经常依赖于创新和 (或) 新兴市场。但是得益于行业的集中程度 , 需求 (数量和价值) 的发展以及业务范围的扩大 , 它们很快就在规模和持续时间上超过那些早期的阶段。

长期增长需要一个定期的在行业内对战略细分市场的重定义和 (或) 在商业活动组合上的改变。

因此 , 它们需要一个定期针对公司本身的经营范围和目的 , 它的业务组合和企业组织的不断挑战。

潜在市场的增长或是最初技术的发展只是众多杠杆中的一个。在 10 或 15 年后 , 因为最初的科技和 (或) 所在的市场已经成熟而停止增长的公司都是视野狭窄的受害者。

能够长期保持稳健增长 , 需要持续不断地激活许多不同的杠杆。

野心

对于投资人来说 , 这些长期增长的时期是神奇的 , 因为它们是唯一在长期创造价值的。

但是 , 公司管理者能够取得这样的增长并没有什么稀奇 , 经常地挑战和预期

是增长的两大动力，他们不得不与组织的惰性和一致苟同的思考方式作斗争。

对于大多数公司来说，之后五年的竞争力和增长很大程度上已经由之前所做的选择和投资（财务上的、行业上的、营销上的、技术上的、人力或其他种类）所决定。问题在于如何定义那个维持超出五年的强力增长（8%到10%甚至更多）的因素，这个答案是复杂的。当公司的收益为50亿欧元时，它想达到每年15%的增长就需要每年多产生10亿欧元的收入。五年后，当公司有100亿欧元的收益，那么就需要每年额外产出20亿欧元。

因此，目前所要发展的战略需要能够在五年内做到每年产生大于公司目前销售额三分之一的增长。

在大多数情况下，管理团队被要求在一定范围或在现有活动的周边范围内去设计那些战略。公司越大，过去的增长越强势，过去的成功和现在的估值越高，这样设计出的战略就越注定会让人失望。这些战略只能产出很少的额外增长并且无法保持长期高额的股东总回报。

正确的方法应该是与上面所说的战略制定正相反的。首先，野心应设置在首席执行官或董事会层面，即足以维持增长和必要的超过5年的股东总回报，符合或超越已经取得的成就水平。然后，这种需要野心的（常常具有破坏性的）战略应被认真审视（专注于原有市场份额的获取还是进行大型的、格局重整的收购；在目前的活动的周边扩展还是专注新业务发展），所涉及的风险应该被评估，决定应被做出，以及财务和人力手段应被合理组织来实现目标。

结论

战斗在开始之前就已经在头脑里决定了胜负。在一个公司当前的背景下，基于它的规模，它的活动和业务范围的即时数据，实时掌握公司情况，并制定战略。长期增长首先来源于对公司原有业务的定期改变以及可计的反复的风险承担。它主要基于清晰明确，深思熟虑，收放自如的野心。

2015年12月

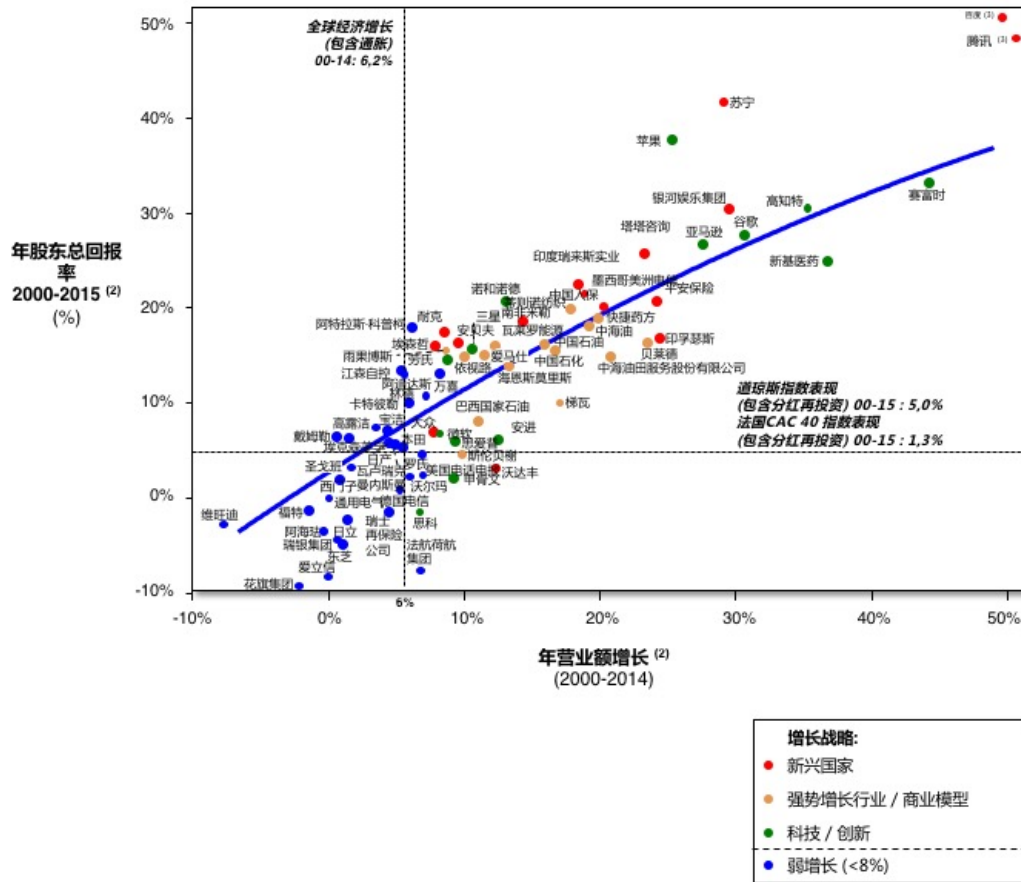
Estin & Co 是一家国际战略咨询公司，在苏黎世、巴黎、伦敦和上海均设有

Estin & Co

办公室。Estin & Co 协助欧洲、北美洲和亚洲各企业的首席执行官和高级管理人员制定和实施企业增长战略以及协助私募基金经理分析和估值投资。

- 表 1 -

只有增长才能长期创造价值
 股东总回报和收益增长 - 2000-2015 ⁽¹⁾ - 当地货币



备注：从一份150家市值最大的上市公司样本中提取，并补充了一些行业重要领导者以补全列表。
 TSR-股东总回报：针对股东的投资给予的回报（分红，分发股份，股市涨幅，...）基于分红用于再投资的假设下
 (1) 开始日期：31/12/2000或引用日期。结束日期：30/09/2015；(2) 当地货币；(3) 百度 x=76%, y=49%; 腾讯 x=55%, y=60%
 来源：世界银行，彭博，年度报告，国际货币基金组织，Estin&Co分析和预测

- 表 2 -

拥有长期增长和高股东回报的代表性公司

	强势增长 时期	增长时期 长度	年股东 总回报率	年营业额 增长率	年净收益 增长率	评价
戴尔	1988 - 2003	15	47%	40%	42%	• 通过颠覆性的低成本模式促进个人电脑的增长
诺基亚	1992 - 2007	15	40%	20%	34%	• 移动电话在新兴市场的强势增长
英特尔	1970 - 2000	30	35% ⁽⁴⁾	43%	33% ⁽⁴⁾	• 半导体市场的增长与巩固
沃尔玛	1972 - 1999	27	30%	28%	28%	• 现代物流先在美国本土，后在国际范围的增长与巩固
海恩斯莫里斯	1989 - 2014	25	28%	15%	26%	• 通过快时尚的颠覆创新逐步整合西方市场
家得宝	1981 - 2014	33	27%	25%	30%	• DIY概念先在美国本土，后在国际范围的增长与巩固
甲骨文	1986 - 2011	25	27%	25%	29%	• 数据库，通过行业整合得到增长与巩固
亚萨合莱	1994 - 2014	20	26%	15%	28%	• 借助于新兴市场的发展，逐个国家地进行市场整合
欧莱雅	1977 - 1999	22	24%	10%	14%	• 通过市场整合促进化妆品市场的增长与全球化
耐克	1986 - 2014	28	23%	14%	17%	• 新兴市场的发展推动运动装市场的增长
美国通用电气	1980 - 2000	20	23%	9%	11%	• 20世纪80年代到90年代的金融服务增长
可口可乐	1978 - 1998	20	23%	7%	13%	• 在美国本土强势增长并巩固市场，随后进行国际推广
爱马仕	1984 - 2014	30	20% ⁽⁵⁾	12%	17% ⁽⁵⁾	• 奢侈品市场的增长与全球化
台湾积体电路 制造公司	1994 - 2014	20	19%	20%	19%	• 半导体市场的增长与巩固
依视路	1975 - 2014	39	18%	11%	13%	• 通过推进全球化，专注镜片市场以及定期地扩展业务范围，从而实现增长
沃达丰集团	1985 - 2004	19	18%	34%	34%	• 在通信市场通过逐个国家地进行整合得到增长
大众汽车	1996 - 2014	18	17%	8%	21%	• 在中国以及在高端市场强势增长
艺康	1987 - 2014	27	16%	11%	14%	• 增长、国际化以及定期对业务范围的重定义
思爱普	1994 - 2014	20	15%	16%	17%	• 通过行业增长整合数据库得以增长
利洁时	1988 - 2014	26	14%	8%	15%	• 市场的增长和巩固以及在新兴国家的强势增长

(1) 仅在每家公司长期强势增长的时段审查此时段的长度，年股东总回报，年收益和这段时间的利润增长率。紧随其后或紧接着此时段的阶段有着极低增长和低股东回报的特点（也有些例外情况，其中这些数字并不适用于早些时候）；(2) 数据适用于当地货币；(3) 20世纪80年代到2000年间，股东总回报和收益及利润的增长率之间的区别可以被解释为由汇率的剧烈下挫导致的重大重估；(4) 股东回报率数据时间为1986/2000，净收入数据时间为1987/2000；(5) 股东回报率和净收入数据时间均为1993-2014
来源：彭博，Estin & Co分析和预测