

把产品直觉变成买入理由

产品经理天天做的判断，其实是投资者要回答的同一道题——哪些能一比一迁移，哪些会反过来害你

独孤九剑

写给手里有点闲钱、又天天在做产品判断的工程师和产品经理

导读

产品经理天天做的判断，其实是投资者要回答的同一道题——哪些能一比一迁移，哪些会反过来害你

你上一次否掉一个需求，是什么时候？

可能是上周。有人拿着一个"用户呼声很高"的功能来找你，你听了三分钟，问了一句"这批用户下个月还在吗"，然后把它压到了最底下。你没查 K 线，没看财报，你只是**凭直觉知道：这个需求是假的，它带不来留下来的人。**

这个动作，和一个投资者决定"不买这只股票"，是同一个动作。

你判断一个需求真不真、一个产品有没有护城河、一个团队能不能打、一段增长是虚的还是实的——投资者要回答的，是一模一样的四道题。区别只有一个：你判断完说的是"要不要做"，他判断完说的是"要不要买"。判断的对象都是同一样东西——一门生意（一家公司靠什么赚钱、能赚多久）。

大白话

说人话：你天天在评审别人的生意（做不做这个功能，本质是赌它能不能赚回成本）。你只是从没想过，可以用同一双眼睛去评审一家上市公司值不值得你掏钱。

这不是一本教你炒股的书

先把话说死：这里没有 K 线、没有技术分析、没有"三天翻倍"、没有追涨杀跌的口诀。那些东西教你猜价格下一秒往哪跳，跟你会不会看生意毫无关系。

这本书做的是另一件事：把你已经有的那套产品和商业判断力，翻译成一套"看懂一门生意值不值得买"的能力。它的底层是价值投资（不赌价格波动，只赌公司本身能持续赚钱，然后用便宜的价格买下它）——但我全程不用投资圈的黑话，只用你熟的 PM 语言讲。你评审需求的那套本能，就是它的地基。

两根柱子，我先立在这儿

我不打算把这本书写成一封安利信，所以有两句实话得先交底。

第一根柱子：你的能力可以迁移，但迁移有边界。不是"PM 天生会炒股"这种鬼话。你懂产品、懂增长、懂用户，这是真红利——市场上大把投资者连一个产品的留存曲线都看不懂，你能。但你懂的行业就那么几个，你看不懂的生意，你的直觉在那儿是关的，不是开的。这本书会一直帮你分清：哪些判断能一比一搬过去，哪些不能。

第二根柱子：有些 PM 的直觉搬过去，会反过来害你。最贵的那个陷阱，叫"爱上自己懂的产品"。你每天用它、你为它做过功能、你比谁都清楚它好在哪——于是你以为"我懂这个产品"等于"我该买这家公司的股票"。这两件事之间，隔着一整个估值、一整个价格。好产品配上贵得离谱的价格，照样让你亏钱。这本书会花专门的篇幅，把这些会咬人的直觉一个个拎出来。

能迁移的是红利，搬错了的是陷阱。这本书两样都讲，因为只讲红利的书，是在骗你。

读完你会带走什么

两样东西。一张**"像做需求评审一样评审一支股票"的清单**——真需求=真收入、竞品的尽头是护城河、留存曲线撑起单位经济学、优先级就是仓位——你现在做判断用的框架，会一条条变成你选股用的框架。还有一份**对自己能力边界的清醒**：知道哪家公司你看得懂、可以下注，哪家你其实只是"感觉懂"、该走开。

怎么读：每一章都能单独拿起来看，缺哪块补哪块。但连起来，它是一条有先后的主线——从**认出一门好生意**，到**给它定个价**，到**留出出错的余地**，再到**在价格发疯时管住自己的手**。前半程教你看懂，后半程教你别把看懂的东西，用错误的价格和错误的情绪毁掉。

最后一句，也是最诚实的一句：**这本书不保证你赚钱，没有任何一本书能。**我能给你的，是一副你本来就该戴、只是从没往那个方向转过头的眼镜。要不要下注、下多重，永远是你自己的事。

翻页吧。你已经会的，比你以为的多。

第一章 · 你其实已经在投资了

需求评审会开到第 40 分钟，屏幕上还挂着 12 个待排期的需求，工程师的眼神已经在说"这季度做不完"。你手里就一个季度的团队工时，做了 A 就做不了 B。有人拍胸脯说"这个功能上了留存肯定涨"，可谁也拿不出证据——数据是拍脑袋估的，用户访谈就聊了 8 个人，竞品刚上的那个类似功能到底有没有效果还看不出来。但会不能一直开下去，你得拍板：这个做，那个砍，这个下季度再说。

你可能没意识到，你刚才干的那件事，和一个投资人盯着股票池决定"买哪家、不买哪家"，是同一件事。

你砍掉一个需求的时候，你在下注

先把这件事的骨头拆出来。你在评审会上做的那个决定，本质是一次下注——为一个你没法确定的未来判断，压上一份拿不回来的稀缺资源。

一次下注，永远由四块拼成，缺一块就不成立：

- **稀缺资源**：你压上去的东西是有限的、有代价的。PM 压的是团队这一个季度的工时——排给了 A 功能，B 功能就只能等，这就是代价。
- **关于未来的判断**：你赌的是一件还没发生的事。"这个功能上线后，用户会更愿意留下来。"这是个预测，不是事实。
- **信息不全**：你手上的信息永远不够。用户访谈样本小、数据是估的、市场还没反应过来。你不是在"算出"答案，你是在证据不足的情况下先判断。
- **要承担错的后果**：赌错了，工时白花，季度目标黄了，这个后果记在你头上。如果赌错也没人负责，那就不叫下注，叫许愿。

现在把投资人买股票这件事，按同样四块拆一遍，你会发现严丝合缝地对上：

- **稀缺资源**：他压的是钱。买了这家就没钱买那家，钱花出去就锁住了。
- **关于未来的判断**：他赌"这家公司未来会赚更多的钱，别人也会认可它值更多"。同样是预测。

- **信息不全**：财报是过去的、管理层的话要打折、行业往哪走没人敢打包票。他也不是算出答案，是在证据不足时先判断。
- **要承担错的后果**：赌错了，钱亏了，记在他的账户上。

大白话

说人话：PM 花的是"人月"，投资人花的是"钱"。宾语不一样，但动词一模一样——都是在看不清的时候，把有限的东西押在一个对未来的猜测上，然后为猜错买单。

这就是为什么我说：**你早就在做投资该做的那个动作了，只是你押的筹码不叫钱，叫工时。**你每周都在信息不全的情况下，为关于未来的判断分配稀缺资源、并承担后果。这套肌肉，你已经练了很多年。

动作相同，不代表结果相同

但我要在这儿踩一脚刹车，因为接下来整本书都建立在这个诚实之上。

相同的只是**判断的动作**，不是判断的对象，也不是犯错的后果。这两处不同，恰恰是你从 PM 转向投资时最容易摔跤的地方：

先说对象。PM 判断的是"这个功能好不好、用户爱不爱用"；投资人判断的是"这门生意赚不赚钱、这个价格贵不贵"。**一个功能可以做得漂亮到用户尖叫，但那家公司照样不赚钱、或者股价早就把这份好透支光了。**产品做得好，和这笔投资划算，是两件事——它们经常一起出现，也经常各走各的。这个坑第 6 章和第 11 章会专门带你趟。

再说后果。PM 的判断错了，通常还能补救：功能上线后数据不好，你下个版本改、迭代、回滚，损失被摊平在无数次小迭代里。投资的后果更硬——买错了，市场不会等你迭代，钱可能一次性亏掉一大块。迭代就是"上线一版、看反应、改一版、再看"这种一步步试错的过程；投资往往没有这么宽容的试错空间。所以把 PM 那种"先上了再说、不行再改"的手感原封不动搬到买股票上，会很危险。

说人话：你会做投资该做的动作，不等于你天生就是好投资者。动作对，宾语和后果都变了，还是会亏钱。这本书不打算骗你"PM 天生适合炒股"。

这本书要替你做的翻译

既然核心动作是通用的，那你这些年在产品岗位上磨出来的能力，就不是从零开始，而是**可以被翻译过去的资产**。这本书要干的，就是一个词一个词地做这个翻译——把 PM 的手艺，翻成投资的手艺。

往后每一章，基本都是一次这样的对照翻译：

- 你判断**需求真不真**的本事，翻过去就是判断一家公司的**收入实不实**（第 3 章）。
- 你做**竞品分析**的本事，翻过去就是看懂一家公司的护城河——也就是"凭什么别人抢不走它的生意"（第 4 章）。
- 你盯**留存曲线**的本事——留存就是"用户用了之后还回不回来"——翻过去就是读懂一家公司最诚实的那部分财报（第 5 章）。
- 你排**需求优先级**的本事，翻过去就是投资里的仓位管理，也就是"哪个判断你更有把握，就往哪个上多押点钱"（第 9 章）。

但翻译不总是那么顺，有些 PM 的直觉搬过去不是资产，是负债。所以这本书也会专门给你插几根警示桩：

- PM 最珍贵的品质之一是**热爱自己的产品**——愿意为它较真、打磨到深夜。可一旦你爱上一只股票，你就会自动过滤掉所有唱衰它的证据，这是投资里最贵的病（第 10 章）。
- PM 习惯用"用户爽不爽"当北极星（团队眼里最重要、一切决策都对齐它的那个核心指标），可**用户爽 ≠ 公司赚钱**，很多让用户上瘾的产品是在烧投资人的钱补贴你（第 6 章）。
- PM 爱听创始人讲愿景、讲故事，可选股时**盯创始人故事**，往往不如**盯这门生意本身的结构**（第 7 章）。

再往后，是你在 PM 岗位上**从来不用做、但投资必须补的课**：给一个东西估值——也就是"算出它到底值多少钱、现在这个价买贵了没有"。你这辈子排需求优先级，从来不用给一

个功能标价；但买股票，价格就是一切（第 11 到 13 章）。最后再教你一件 PM 几乎没有对应经验的事：**卖出**——知道什么时候该认错离场（第 14 章）。

整本书走到最后，你会攒出一条属于自己的选股流水线，而它的底座，就是你今天已经拥有的那个东西：**看懂一门生意到底怎么运作、凭什么能持续赚钱的能力**。这正是很多职业投资者最缺、而你天天在练的。

所以，别把"我不懂金融"当门槛。你缺的从来不是能力，是把这套能力搬过去的意识。这本书就是那次搬运。我们从你最熟的地方开始——下一章，回到那张需求评审会的桌子上，看看你判断"该做什么"的每一步，是怎么和投资人判断"该买什么"一步步对上的。

第二章 · 判断的对象变了，判断的动作没变

判断的对象变了，判断的动作没变

上一章说，你其实早就在做投资该做的动作了——只是你押的筹码不叫钱，叫工时。你每周都在信息不全时，为一个关于未来的判断分配稀缺资源、并承担后果。这一章要干一件更精确的事：把"投资"和"做产品"这两件事并排放好，用一条线划清楚——**哪些能力你可以原封不动搬过去，哪些是你必须新长出来的。**

我先把结论摆在这儿，然后一条条拆：**你判断的动作没变，你判断的对象（宾语）变了。**

动作那一栏，几乎可以整列复制

一个 PM 每天在干嘛？拿到一个功能提案，你会本能地做三件事：

- **拆解**——这东西到底由哪几块组成，哪块是核心，哪块是可有可无的装饰。
- **找因果**——用户为什么会用它？留下来是因为真需要，还是因为一时新鲜？
- **赌未来**——三个月后、一年后，这功能是会长成主干，还是会被砍掉？

把"功能"这个词从上面三句话里抠掉，换成"这家公司这门生意"，你会发现——句子照样成立，动作一个没少。这就是本书的地基：**投资不是一门新手艺，它是你已经熟练的那门手艺，换了个加工对象。**

大白话

你不是从零学开车，你是把车从市区开上了高速。方向盘、刹车、看后视镜的习惯全都用得上，只是路变宽了、速度变快了、多了几条你以前没走过的规则。

宾语换了：从"产品"到"公司 + 价格"

变化发生在你把注意力投向的那个东西上。做产品时，你的宾语是一个**产品**；投资时，宾语膨胀成了一**整家公司**，外加一个你以前从没碰过的**维度——价格**。下面这张表是全书的枢纽，后面每一章基本都是它某一行的放大：

- **判断的动作**（拆解 / 找因果 / 赌未来）：**不变**。你的老本行。
- **判断的宾语**：从"这个功能好不好用"变成"这门生意划不划算"。从一个产品，扩到谁付钱、谁在抢、能持续多久。
- **多出来的维度——价格**：PM 从来不给东西标价，投资里它是决定输赢的半壁江山。**这是纯增量，你必须新长出来。**

增量一：从"产品"到"公司"，你得看整门生意

PM 盯着产品，天经地义。但投资盯着的是公司——一台把产品变成钱、并且能反复变下去的机器。产品只是这台机器里最显眼的一个零件。

所以你要多问三个 PM 平时不太管的问题：

1. **谁付钱？**——用你产品的人，和给你掏钱的人，常常不是同一拨。免费用户上亿，广告主才几百个，公司的命脉握在后者手里。
2. **谁在抢？**——今天很爽的产品，明天可能被一个抄得七七八八、还便宜一半的对手贴脸打。生意问的是"你凭什么持续赢"，这是第 4 章护城河要展开的。
3. **能撑多久？**——一次性的爆款和年复一年的收租，是两种完全不同的生意，值的钱差一个数量级。

这里藏着一个 PM 最容易栽的坑，值得单独拎出来：

好产品 ≠ 好公司。一个让你爱不释手的 product，可能只是某家烂公司里一个不赚钱、甚至年年烧钱的部门；反过来，一家闷声发大财的公司，产品体验可能平庸得让你皱眉。

你用得爽，和这公司股票值不值得买，中间隔着一整门生意。"用户爽 ≠ 公司赚钱"是第 6 章的正题，这里先埋个钩子：**永远别用你的手感直接给公司投票。**

增量二：凭空多出一个"价格"

这是 PM 转投资时最反直觉、也最贵的一课。做产品，你几乎从不给自己评估的东西标价——一个功能"好不好"是它的全部，你不会问"这个功能卖多少钱我才买"。

投资里，"好"只是问题的一半，另一半永远是价格——你为这份好付了多少。**再好的公司，买贵了照样亏钱；再普通的公司，买得够便宜也能赚。**

大白话

同一双好鞋，标价 500 你抢着买，标价 5000 你扭头就走。鞋没变，划不划算变了。公司也一样：好公司在便宜的价上是好买卖，在离谱的价上是坏买卖——是同一家公司。

怎么给一家公司标出"合理的价"，本身是门大学问，这里只点到为止——第 11 章会专门补这堂课，第 12 章再教你留出"就算看走眼也不至于伤筋动骨"的余地。你现在只需要把这根弦绷上：**看任何一家公司，脑子里都得同时挂着两个问题——它好不好，以及现在这个价买它划不划算。**只看前一个，是 PM 的老习惯；补上后一个，你才算真正从"做产品"跨进了"做投资"。

这一章你要带走的一句话

后面十四章，无非是在反复用这条替换规则：

把你判断"产品好不好"的那套动作，原样搬来判断"这家公司这门生意划不划算"——宾语从产品换成公司，再补上一个价格。

动作是你的老本行，宾语和价格是你补的新课。接下来每一章，都是这条规则在某一个具体问题上的展开：需求真不真、对手强不强、用户留不留得住、钱到底怎么流。我们从最实的那一头开始——第 3 章，你最擅长的"判断需求真假"，如何一比一变成"判断收入实不实"。

第三章 · 需求真不真，就是收入实不实

需求真不真，就是收入实不实

你做过用户调研就知道那种感觉：会议室里坐了十个人，问他们"如果我们做一个帮你早起健身的 App，你要不要用？"十个人里九个点头，甚至有人说"太需要了，我等这个很久了"。你信了，团队加班三个月做出来，上线第一周装机两千，第二周日活四十，第一个月付费用户：三个。

这不是产品做烂了。这是你把一句**客气话**当成了需求。

伪需求：嘴上要，身体不要

伪需求，就是用户嘴上说"我要"，可真到了要他付出代价的那一刻——掏钱、花时间、改掉旧习惯、放弃别的东西——他就退缩了。

大白话

说白了：嘴巴投的票不算票，钱包和时间投的票才算票。问卷上勾"我想健身"很容易，因为不花钱不费劲；真让他每天六点爬起来出门跑步，才知道这需求是真是假。

PM 混久了会长出一只眼睛，专门识别这个。判据很朴素：**看他愿不愿意付出真实代价**。真代价有三种，任何一种他都肯付，需求就大概率是真的：

- **肯掏钱**——哪怕只有一块钱。免费时人人叫好，收费墙一竖，真爱才现形。
- **肯花迁移成本**——愿意从现在用的工具搬过来，忍受重新导入数据、重新学操作的麻烦。
- **肯放弃别的**——为了用你的东西，主动卸载了竞品，或者砍掉了原来的预算。

反过来，凡是"不要钱、不费事、不用改变"就人人说好的东西，几乎都藏着伪需求。免费的赞美最不值钱。

把这只眼睛搬到财报上

现在做迁移。你手里拿的不再是用户调研问卷，而是一家公司的**财报**。判断的对象从"用户"变成了"公司"，但那只识别伪需求的眼睛，一点没变。

财报最上面那行叫"收入"（营业收入），很多人天然觉得它是硬邦邦的事实。错了。收入也分真伪。伪收入，就是那些看着热闹、其实撑不住的营收——它们就是财报版的"用户嘴上说要"。真需求才有真钱；**能穿越补贴还留下来的收入，才是真收入。**

下面三种伪收入信号，用你秒懂的产品语言翻译一遍。

信号一：补贴驱动的收入 = 花钱买来的"日活繁荣"

一家公司说自己 GMV（成交总额，平台上所有订单的钱加起来）三个月翻倍，你先别鼓掌，先问一句：这单里有多少是它自己贴钱换来的？

大白话

这跟你花钱投广告拉来一堆用户、日活曲线唰唰往上一模一样。数字很好看，可只要广告一停、补贴一撤，用户当天就散了。花钱买来的繁荣，本质是租来的，不是你的。

补贴驱动的收入就是这样：用户不是冲你的东西来的，是冲那张券来的。判断很简单——**补贴停了，需求还在不在？**停了还留下来的那部分，是真收入；停了就蒸发的那部分，是伪收入。

信号二：关联交易撑收入 = 自己给自己刷单

关联交易（关联方交易，指公司跟自己人——大股东、子公司、老板的亲戚公司——之间的买卖）本身不违法，但用它来撑收入，就是财报里最危险的化妆术。

大白话

翻译成产品黑话：这就是刷单。左手开家店，右手拿公司的钱去自己店里下单，订单量、销售额全都有了，报表漂漂亮亮。可这钱在自家几个口袋里转了一圈，公司整体一分没多挣。

怎么看？财报附注里有"关联方交易"一栏。如果一家公司很大比例的收入来自它的股东、子公司或说不清关系的"合作伙伴"，你要立刻警觉：这些买家是冲产品来的，还是被安排来的？外人不肯买的东西，只有自己人买，那需求是假的。

信号三：一次性收入伪装成经常性收入 = 把一锤子买卖说成会员续费

做订阅产品的 PM 都懂一个道理：**一次性付费和会员续费，是两种完全不同的生意。**

大白话

卖一台设备，收一笔钱，这单做完就完了，明年得重新找客户——这是一锤子买卖。卖会员，每月自动续费，只要人不退，钱就一直来——这是细水长流。前者今年的钱不代表明年，后者今年的钱基本能推明年。

有的公司会把一笔大项目、一单大工程的一次性收入（做完就结束、明年不会重来的收入），包装得像是稳定的经常性收入（会自动重复、能续下去的收入，比如订阅费）。财报上都叫"收入"，但含金量天差地别。你要问：这笔钱明年还会自己回来吗？如果答案是"得重新去谈一单大的"，那它就不该按会员续费的估值来对待。

三条你今天就能上手的检查动作

不用你会做假账，只要会用下面三把尺子，大部分伪收入都藏不住。

1. **看收入和经营现金流对不对得上。**财报里有一个数叫经营现金流（公司做主业实实在在收进来的现金，不含借钱和卖资产）。健康的生意，赚的收入和收进来的现金应该差不多同步涨。

大白话

收入年年涨、现金却不见涨，这就像你 App 的注册数飙升、可付费的钱压根没进账。账面上的"收入"到底收没收到手？打个问号。

2. **看应收账款是不是暴涨。**应收账款（货已经卖了、钱还没收回来、挂在账上的欠款）适度有很正常。但如果它涨得比收入还快很多，意思就是：卖是卖出去了，钱大半没到手。

大白话

相当于你把货赊出去了，报表上记成"卖掉了"，可对方到底会不会付、什么时候付，全是未知数。赊出去的越多，收入的水分越大。

3. **看客户集中度。**翻财报里"前五大客户占收入比例"这个数。如果一两个客户就占了大半收入，这生意就像一个只靠一个大 V 撑着的社区——那位一走，日活腰斩。客户越集中，收入越脆。

别把补贴一棍子打死

最后说句公道话，免得你矫枉过正。**不是有补贴就一定坏。**

新产品早期贴钱拉新、用优惠券让用户先用起来，这是再正常不过的获客投入，跟你上线时砸预算投放是一个道理——你得先让人认识你。真正的分水岭只有一个问题：

补贴停了，用户还在不在？收入还剩多少？

停了还留得住，说明补贴只是把真需求提前引出来了，那是好钱；停了就打回原形，说明你买的从头到尾都是那句"客气话"。

识别伪需求和识别伪收入，是同一只眼睛在看同一件事：**谁在真金白银地为这个东西买单，谁只是嘴上说说。**把这只眼睛用在财报上，你已经比大多数只看"收入涨了多少"的人，多看懂了一层。

第四章 · 竞品分析的尽头是护城河

竞品分析的尽头是护城河

你做 PM 的时候，一定干过这件事：把对手的产品下载下来，一个功能一个功能地拆。它的注册流程几步？它的搜索比我们快多少？它有个协作功能我们没有，用户投诉里提了三次。你把这些整理成一张表，红的是我们弱的，绿的是我们强的，然后开会：**我们该往哪儿打**。

这就是竞品分析（研究竞争对手的产品，找出差距和机会，决定自己怎么做得更好）。它的底层情绪是**兴奋**——差距越多，能改的地方越多，你越有活儿干、越有仗可打。一个到处是烂设计、用户到处骂街的市场，对 PM 来说简直是天堂：随便做点什么都是提升，随便切一刀都能拿下一块。

现在我要说一件让你不舒服的事：**这种让你两眼放光的市场，投资人看一眼就想跑**。

PM 爱"有空间"，投资人怕"有空间"

把 PM 那句话翻译一下："**这里到处是改进空间**"，等价于"**这里谁都能进来做得不错**"。这两句是同一件事的两种说法。你能想到的改进，对手也能想到；你觉得容易切进去的口子，别人也觉得容易。

大白话

打个工程师秒懂的比方：一个没有任何技术门槛的开源小工具，代码就几百行，谁都能 fork 一份改改上线。你把它做得再顺手，明天就有三个人抄走，后天有人免费送。最后大家拼的不是产品，是谁愿意亏钱拉客——利润被卷到贴地。空间大，不是因为遍地黄金，是因为门没锁。

投资人管这个叫**竞争把利润卷到零**。一门好生意，如果任何人带着钱和几个工程师都能复制，那它就不是一门能长期赚钱的生意——它只是一个暂时还没被抄的机会。今天你毛利高，是因为对手还没来；对手一来，价格战一开，谁也别想赚。

所以投资人问的问题，和 PM 恰好**相反**：

- PM 问：这个市场哪里有空间，**我怎么打进去、打赢？**
- 投资人问：这门生意里，**谁也打不进来的那部分在哪？**

PM 找的是"我能做得更好"，投资人找的是"别人做不了"。前者是差异化（你和对手不一样、你某方面更强），后者是护城河（moat，指让竞争对手长期打不进来的可持续壁垒，哪怕他们明知你在闷声赚钱也抄不动）。

这俩的区别是本章的命根子：**差异化只是"你现在领先"**，**护城河是"别人明知道你赚钱，也追不上来"**。差异化会被抄，护城河抄不动。一个功能上的领先，三个月就被复制；一条真正的护城河，对手看得见、够不着，急得跳脚也没办法。

护城河从哪来

护城河不是"我们做得更用心"这种自我感动，它是**结构性**的——是生意本身的结构决定了对手进不来。常见的真实来源有四种。

一、网络效应

网络效应（用的人越多，这个东西对每个人就越好用；于是新用户不断被吸进人多的那家，人少的对手越来越没法用）。这是最硬的一种护城河。

你想想一个聊天软件或者一个二手交易平台：你为什么用它？不是因为它界面好看，是因为**你要找的人、你要卖的货、买家，全在上面**。对手做一个功能更强、更漂亮的同类产品，没用——上面没人。用户不是被产品锁住的，是被"其他用户"锁住的。这就是为什么这类生意常常赢家通吃：领先者的人越多，护城河自己越挖越深，你什么都不用做它都在变宽。

二、转换成本

转换成本（用户想换掉你去用对手，得付出的麻烦、时间和金钱；换起来越痛，他越不换）。

你自己就是活例子：你为什么不把用了五年的某个笔记软件、某个代码托管平台、某套记账工具换掉？不是因为它无可替代，是因为一想到要把几年的数据导出来、重新配置、把整个团队的习惯重训一遍，你就累了。换的成本高到"忍忍算了"。对手的产品哪怕免费、哪怕好一点，也拉不动你——这一点点"好"，抵不过搬家的痛。

企业级软件的护城河大量来自这里：数据在你这、流程绑在你这、员工的肌肉记忆在你这。用得越深，越换不动。这也是为什么卖给企业的生意常常比卖给个人的更"黏"。

三、规模 / 成本优势

有些生意，体量本身就是壁垒：你大到一定程度，**每一单的成本低到对手根本没法比**。你能用更低的价格卖，还照样赚钱；对手想跟你打价格战，他先亏死。

这背后可能是采购量大到能压供应商的价，可能是把巨大的固定投入摊到海量用户头上、每多一个用户几乎不花钱，也可能是物流网络密到别人重建一遍要烧掉天文数字。共同点是：**规模自己会保护规模**。小对手不是不想进，是进来就发现，光成本这一条就迈不过去。

四、无形资产

还有一类壁垒你摸不着，但真实存在：**品牌、专利、牌照**。

- **品牌**：用户闭着眼睛信你、愿意为你多付钱，这种信任是几十年攒的，对手砸钱也买不来一模一样的那份"放心"。
- **专利**：法律直接禁止别人抄你的核心技术，一堵明文写着的墙。
- **牌照 / 准入**：这门生意得有监管批的资格才能做，对手连门票都拿不到——门口站着的不是你，是规则。

怎么检验一条护城河是不是真的

别信故事，用一个问题去砸它：

对手明知道你在这门生意里闷声赚钱，为什么他还是进不来、抄不动？

如果你答得出来——“因为用户全在他那，我搬不动”、“因为换过去要重训整个团队”、“因为他成本低到我跟不起”、“因为那张牌照我拿不到”——那是护城河。如果你只能答“因为他们做得更好、更用心、更懂用户”，**那不是护城河，那是差异化**，是一句迟早被抄掉的空话。用心谁都能用心，好几个月就被追平。

护城河还有个不会说谎的影子——**财务表现**。一门被护城河保护的生意，通常有**高、而且能常年维持**的毛利率和回报率。注意“能维持”这三个字：谁都能有一年好业绩，护城河的标志是**好了很多年，对手来了也没把它拉下来**。如果一门生意毛利很高却年年下滑，那多半是护城河正在被填平。（毛利率和回报率具体怎么看、怎么用它反推壁垒，第 8 章讲现金流、第 11 章讲估值时会接上这条线。）

诚实一点：城墙也会塌

最后必须泼盆冷水，不然你会从“到处找空间”这个坑，掉进“迷信护城河”那个坑。

没有永远的城墙。护城河会被侵蚀：新技术可能让转换成本一夜归零（换一次的痛突然消失了），可能让规模优势失效（新的做法不需要那么大体量了），可能让曾经牢不可破的网络效应被一种新玩法绕过去。你以为的护城河，可能正在被时代慢慢填平，而财报要过几年才告诉你。所以护城河不是“查一次就永久有效”的标签，是要**反复回来重看**的东西。

还有个最常见的错误，你现在就要警惕：**把差异化误当成护城河**。“我们产品体验更好”、“我们团队更懂用户”、“我们迭代更快”——这些让 PM 骄傲的东西，绝大多数是差异化，不是护城河。它们能帮你赢一阵，但挡不住一个同样聪明、同样有钱、同样勤奋的对手。真正的护城河，是那种**对手就算又聪明又有钱又勤奋，还是干不过你的结构性东西**。

所以，把你做 PM 练出来的竞品分析能力留着——它让你比谁都快地看清一门生意的竞争格局。但把那个提问方向掉个头：**别再只问“哪里有空间让我打进去”，开始问“哪里没有空间，让别人打不进来”**。竞品分析的尽头，不是找到怎么赢，是看清谁根本输不了。

第五章 · 留存曲线是最诚实的财务报表

留存曲线是最诚实的财务报表

做 PM 的都有过这种时刻：发布会 PPT 上那根新增用户曲线一路往右上方冲，老板拍手，媒体截图，融资估值往上跳一格。可你心里门儿清——拉新是能砸出来的。投点广告、搞点补贴、找几个网红带一带，日新增翻倍不难。真正让你半夜睡不着的，从来不是“今天来了多少人”，而是“上个月来的那批人，这个月还剩几个”。

这一章讲的，就是这条让你睡不着的曲线。它在 PM 手里叫留存曲线，翻译成投资语言，是一门生意最难造假的体检报告。

先把桶和水说清楚

想象你在往一个桶里倒水。水龙头开着，这是新增用户。但桶底有个洞，一边倒一边漏，这是流失。

大白话

只盯着水龙头开多大（每天来多少新人），你会以为桶快满了。但真正决定桶里有多少水的，是“倒进来的速度”减去“漏出去的速度”。洞要是够大，你水龙头开到最大，桶里的水位也纹丝不动——甚至往下掉。这时候你花在水费上的钱（获客成本），全顺着洞流走了。

留存曲线（把同一批同时进来的用户，往后每个月还剩多少人在用，画成一条线）就是给这个桶底的洞拍的 X 光片。做法很简单：把 1 月份进来的用户当成**一批**（英文叫 cohort，就是“同期入学的一届人”的意思），然后数——第 1 个月他们 100% 在用，第 2 个月还剩多少，第 3 个月还剩多少，一直往后记，连成一条往下走的线。

关键看这条线最后怎么走。有两种命运：

- **压不平**：线一路往下掉，掉到 5%、2%、最后趋近于零。意思是这批人迟早会走光。你的产品对他们来说是个一次性的新鲜玩意儿，不是离不开的东西。

- **压平了**：线往下掉一阵子之后，忽然拐弯、拉平，稳稳收敛在某个不为零的水平线上——比如 40%。意思是有 40% 的人成了铁杆，进来之后就赖着不走了。

这个"拉平收敛"是整章的题眼。收敛（曲线不再往下掉，稳定在一条水平线上）意味着你的桶底那个洞，在漏掉一部分不对味的用户之后，被真需求给焊住了。剩下这群人，是真的靠这个产品过日子的人。

一条压不平的留存曲线，本质是一句判决：无论你现在增长多快，这门生意在往一个漏光的桶里倒水。

把留存翻译成投资的两个字母

现在换上投资的帽子。投资人不看你后台的 cohort 图，他们用两个缩写把同一件事说完。

LTV（客户终身价值，Lifetime Value——一个客户从进入到离开，这一辈子总共给你贡献的**毛利**，注意是毛利不是营收）。

CAC（获客成本，Customer Acquisition Cost——你平均花多少钱才拉来一个客户，广告费、销售提成、补贴全算进去）。

大白话

LTV 就是"这个客户一辈子能给我赚多少"，CAC 就是"我为了请他进门花了多少"。健康生意的铁律只有一条：**LTV 要显著大于 CAC**。行业里一个粗糙的及格线是 LTV 至少是 CAC 的 3 倍。反过来，LTV 小于 CAC，意味着你每拉一个客户就净亏一笔——而且拉得越多、亏得越多，规模越大死得越快。

留存曲线和这两个字母是同一枚硬币。留存好，用户赖着不走，一个客户能贡献很多年、很多次的毛利，LTV 就高；留存差，用户来一次就漏走，LTV 自然低。所以那句判决可以翻译得更狠：

留存压不平 = 客户命短 = LTV 低 = 单位经济学为负 = 规模越大死越快。

这里的单位经济学（Unit Economics——把生意拆到"一个客户"这个最小单位，算清楚服务这一个客户到底是赚是赔）就是 LTV 减 CAC 到底是正是负。它是全书反复要用的一把尺子：一门生意在把摊子铺大之前，得先证明"做一单是赚的"。做一单都亏，做一亿单只会亏一亿倍。

为什么说它"最诚实"

第 3 章我们说过，真需求才有真钱，还识别了一堆伪收入——补贴堆出来的、关联公司左手倒右手的、卖楼卖专利的一次性进账。留存曲线是那一章的延续，而且更狠。因为营收和用户数，都能靠砸钱催肥一时：

- 营收想好看？给渠道压货、给客户返现、把明年的合同挪到今年确认。
- 用户数想好看？买量、拉人头、发红包，一天冲上热搜。

但留存几乎没法作假。留存问的是一个特别朴素的问题：**老用户，肯不肯自己掏钱留下来续费、复购？**你没法逼一个人明年还续费，没法替他决定下个月要不要再买。他续了，说明产品真的击中了他的需求；他走了，再漂亮的新增数字也盖不住桶底在漏。所以留存曲线直接照进了"这门生意到底有没有真需求"的底片上——这正是财报里那些会计科目最擅长模糊、而它最难撒谎的地方。

大白话

一句话记住：营收和用户数是化过妆的脸，留存曲线是卸了妆的素颜。看一门生意值不值得投，先看素颜。

你能上手看的几个信号

好消息是，你不用进后台也能读到留存的影子。上市公司和成熟的订阅生意，会把它披露成几个你查得到的指标。

净收入留存率（NRR / NDR）

净收入留存率（NRR 或 NDR，Net Revenue/Dollar Retention——只看去年那一批老客户，今年他们总共还愿意付多少钱，跟去年一比是多了还是少了；一个客户不用了要扣钱，

另一个客户加购了要加钱，加加减减算个净数)。

大白话

这个指标的魔法在 100% 这条线。NRR 大于 100%，意思是：就算你今年一个新客户都不拉，光靠老客户自己加购、升级、多买，收入还在往上长。这是最性感的生意——桶不但不漏，老水自己还在膨胀。软件订阅里，NRR 能常年稳在 120% 以上的公司，是投资人眼里的宝贝。NRR 掉到 100% 以下，说明老客户群在缩水，你必须不停拉新才能填坑，一停就退潮。

复购率和流失率

不是订阅制的生意，看两个更土的数：

- **复购率**：买过的人里，有多少回来又买。高频消费品（咖啡、外卖、日用品）复购率低就是灾难。
- **流失率**（churn——一段时间里，跑掉的客户占总客户的比例；churn 高就是漏得快）。churn 和留存是一体两面：月流失 5%，听着不多，但一年下来能漏掉一大半。把 churn 换算成“客户平均能待多久”很直观——月流失 5%，客户平均寿命大概就是 20 个月。

别拿高频的尺子量低频的生意

最后必须诚实一句，免得你拿着锤子看什么都像钉子。

有些生意天生低频。房子一辈子买一两套，汽车几年换一台，婚纱一生穿一次。你不能用外卖 App 的复购标准去骂一家卖婚纱的公司“复购率怎么这么低”——那是它的宿命，不是它的病。低频生意的价值，藏在别的地方：单笔金额大、品牌溢价、口碑转介绍、或者围绕这次大件卖后续的服务和耗材。

大白话

所以留存这把尺子的正确用法是两条：**同类比同类**（拿这家外卖比那家外卖，别拿外卖比卖房），**看趋势**（这家公司自己的留存，是一季比一季更平，还是越漏越快）。趋势往好了走的低频生意，照样是好生意；趋势在恶化的高频生意，新增再猛也别碰。

回到开头那根让你睡不着的曲线。做 PM 时，它决定你的产品会不会活过下一个版本；做投资时，它决定你买的这门生意，是在给股东印钱，还是在往漏水的桶里，替管理层的增长故事无限续着水费。学会先看素颜，你就已经比市场上大多数追着新增数字跑的人，清醒了一大截。

第六章 · 用户爽 ≠ 公司赚钱

用户爽，谁埋的单？

你做 PM 的这些年，脑子里有一根弦从没松过：让用户爽。加载再快一点、注册再少一步、能免费就别收钱、能多送就多送点。这根弦是对的——它是好产品的命根子。但今天这一章，我要请你把这根弦暂时松开一次，因为你要换一个身份了：买股票的时候，你不是用户，你是**股东**。

而用户和股东，想要的东西经常是反着的。

大白话

一句话先说清楚：让用户爽的公司，不一定赚钱；赚钱的公司，有时候还让用户有点不爽。这不是道德问题，是这本书里最容易坑到 PM 的一个结构性陷阱。

两个账本，经常打架

我们先把两个词当场掰开。

用户价值——产品给用户创造的好处：省了钱、省了时间、办成了事、心情变好。你做 PM 天天在做大这个东西。

股东价值——公司替出钱的股东赚到的钱：卖东西收的钱，减掉成本，剩下的利润，长期累积起来。你买股票，赌的是这个东西会变大。

问题在于，这两个账本的诉求天生相反：

- 用户要的是：**更便宜、更好用、更多免费、更少广告**。
- 股东要的是：**更高的价、更厚的利润、每个用户身上多赚一点**。

你把这两行字并排放，就会发现它们几乎每一项都在对着干。用户想少付钱，股东想多收钱；用户嫌广告烦，股东盼广告位。同一家公司，同一个动作，用户那本账记的是"变难用了"，股东那本账记的是"开始赚钱了"。

你以为的"深受喜爱"，可能是有人替你埋单

这里有个特别反直觉、又特别常见的现象，PM 一定要看穿：**很多让用户爽到飞起的产品，那份爽是花钱买来的，而花钱的那个人，往往就是股东。**

你有没有用过某个打车 app 早期便宜到离谱、某个外卖平台天天发大额红包、某个视频网站免费看到你都不好意思？用户当然爽。但那个便宜、那个红包、那份免费，不是天上掉的——是公司拿融资来的钱，一单一单补贴出来的。用户每爽一次，账上就少一块钱。

用 PM 的话说：这时候产品的单位经济学（每服务一个用户，公司到底是赚是亏、赚多少亏多少）是负的。用户越多，亏得越多。用户满意度爆表，利润表血流成河。

大白话

所以看到"用户疯狂好评"，别急着下单。先问一句：这份爽，是产品本身赚出来的，还是股东掏钱请客请出来的？请客总有请完的一天。

几种"用户爽、公司难赚"的典型结构

你以后拆一家公司，遇到下面这几种，都要多留个心眼。它们都能让用户笑，但不一定能让股东笑：

1. **靠补贴维持的低价。** 价格是烧出来的，不是省出来的。一旦停止补贴价格回归，用户还在不在，是个大问号。
2. **极度慷慨的免费额度。** 免费用户一大片，掏钱的没几个。用户规模的漂亮曲线，和收入的曲线，可能完全是两码事。
3. **为了体验不敢变现。** 明明可以加广告、可以涨价，但怕伤害体验、怕用户跑，一直不敢下手。产品很干净，商业化很憋屈。
4. **又重又贵的运营模式。** 每多服务一个用户，就要多雇人、多铺仓、多派车。体验是靠人肉堆出来的，规模一大，成本跟着一起大，赚钱越来越难。

注意，这四种都不是"烂产品"。恰恰相反，它们常常是用户口碑极好的产品。这正是陷阱的狡猾之处：**用户价值和股东价值分家的时候，产品越讨喜，你越容易看走眼。**

反过来：用户小骂，股价大涨

现在把镜头调转。有些公司做了一件让用户不太爽的事——涨价了、砍免费额度了、加了限制了——用户在社交媒体上一顿骂。但你作为股东，可能反而该高兴。为什么？

因为这背后藏着一个金子般的信号：定价权（涨了价，用户骂归骂，绝大多数还是没走，照样掏钱）。

能涨价还不流失用户，说明这个产品对用户来说够刚需、够离不开——这正是我们第 4 章讲的**护城河**在收租。一家有定价权的公司，等于手里握着一个可以随时拧大的水龙头：想多赚点，拧一下就来了。这种公司，股东价值的天花板高得多。

所以"用户小骂、股价大涨"一点都不矛盾。用户骂的是"你涨价了"，股东看到的是"它敢涨价、涨了还没人走"。同一件事，两本账，一本记着不爽，一本记着惊喜。

大白话

反过来提醒你：一家公司连涨一点点价都会吓得用户大批逃跑，那它嘴上说的护城河，多半是假的。定价权是护城河的体检报告。

关键动作：多问一层

PM 看产品，本能地会停在第一个问题：**用户爱不爱用？** 这个问题很好，但对股东来说只答了一半。你必须逼自己多问一层：

公司从每一个"爱用"的用户身上，到底赚不赚得到钱？赚多少？

把这两个问题当成两个账本，并排摊开看：

- 左边一本：**用户满意度**——用户爽不爽、留不留、愿不愿意推荐。这是你的老本行。
- 右边一本：**单位经济学 / 利润**——每个用户带来多少收入、花掉多少成本、净剩多少。这是你做股东要补的课。

好公司的两本账都得看。只看左边，你会爱上一堆用户口碑炸裂、却永远不赚钱的公司；只看右边，你可能会误判一家正在悄悄伤害用户、迟早要反噬的公司。

诚实话：短期常背离，长期要同向

讲到这儿，你可能会觉得我在教你"用户那本账不重要，只盯利润就行"。不是的，恰恰相反。

长期看，这两本账是连着的。一家公司要是天天想着杀鸡取卵——疯狂涨价、疯狂塞广告、把体验榨干去换这个季度的利润——用户迟早会用脚投票，护城河会被自己一铲一铲挖塌，最后股东价值也保不住。**持续伤害用户价值去榨股东价值，终将反噬。**

而世界上最好的生意，是两本账**同向**的生意：用户越爽，公司越赚；公司越赚，越有能力让用户更爽。这种生意通常有很强的网络效应（用的人越多，产品对每个人越好用）或规模效应（用户越多，摊到每个人头上的成本越低）。用户和股东坐在同一条船上，一起划。这种公司，才是你梦寐以求的。

大白话

所以本章的结论不是"资本万恶"，也不是"用户活该被割"。而是：用户价值和股东价值，是两个都真实存在、需要分开看的视角。它们长期该同向，短期却经常打架。你要做的，是永远知道自己此刻在看哪一本账——别拿着 PM 的用户直觉，去回答一个股东的问题。

下一章我们换个对象：不看产品，看做产品的那群人——怎么在财报之外，把一家公司的团队看个八九不离十。

第七章 · 看团队，别看创始人故事

看团队，别看创始人故事

你面试过人。第一次做面试官的时候，你可能还会被简历上那句"主导了千万级 DAU 项目的增长"打动。做了三五年，你不吃这套了。你学会了一个动作：追问。"这个项目你具体负责哪块？""数据是怎么涨的，你自己拉一遍归因给我听听。""中间有没有翻过车，那次是怎么处理的？"

你在干嘛？你在把**说辞**拨开，去看**行为**。因为说辞是排练过的，行为不会说谎。一个候选人可以把自己的项目讲成史诗，但你只要问一句"上线后留存怎么样"，他眼神一闪、开始讲宏观讲团队讲客观困难——你就知道了。这块地他没真正种过。

判断一个合作团队能不能打，也是同一套直觉。别人递过来一份愿景 PPT，画得再漂亮你也只是礼貌地点头。你真正记在小本本上的是三件事：**他上一个项目承诺了什么、最后交付了没有、翻车的时候是甩锅还是担责**。连续三次说"下个版本一定上"然后一直跳票的合作方，第四次说什么你都自动打个三折。这不是你刻薄，这是你被现实教育出来的经验。

大白话

一句话：做产品久了，你信的不是别人说要做什么，而是他过去做过什么、做到没有。这套"看行为不看说辞"的直觉，是本章要迁移的核心资产。

投资里，这个"团队"叫管理层

迁移过来，你要判断的团队变成了管理层——一家公司的高管，尤其是 CEO 和 CFO，也就是决定公司怎么花钱、往哪走的那几个人。你买一家公司的股票，本质上是把钱交给这几个人替你打理若干年。你当然想知道：他们靠不靠谱。

这里有个巨大的陷阱，几乎所有新手都会掉进去：**创始人上台讲的故事，是所有信息里最不可信的一个。**

不是因为创始人都是骗子，而是因为那个场景本身就是为表演设计的。发布会、路演、访谈里的创始人，讲的是精心排练过的剧本，灯光、节奏、金句全都调过。这跟候选人递给你的那份"史诗级简历"是同一种东西。魅力、愿景、叙事能力——这些恰恰是最容易被表演、也最容易骗人的维度。你越被打动，越该提醒自己：我现在看的是演出，不是财务。

真正泄露真相的，从来不是他站在台上说的话，而是他背着灯光做过的事。下面给你几把尺子，都是"看行为"的尺子。

第一把尺（最硬）：他怎么花钱

这把尺叫资本配置——管理层拿到公司赚来的钱、加上借来的钱，到底怎么花出去。这是判断管理层最硬的一把，因为它是真金白银的行为，不是嘴上的 flag。钱花在哪，价值观就在哪。

大致就几个去处，你要看他往哪倒：

- **投回高回报的主业**：本业还能赚钱、还能扩，就把钱砸回去继续滚。通常这是最健康的信号。
- **去乱买不相关的公司**：主业明明是卖软件的，突然高价收购一家八竿子打不着的公司。这种"多元化"很多时候是管理层想做大帝国、而不是想给你赚钱。
- **高位回购或乱发股票**：股价明明很贵还大手笔回购（等于高买），或者动不动增发新股、给高管发一大堆期权，把你手里那份悄悄稀释掉。

你不需要现在就精算每一笔的回报率——那是第 8 章现金流和第 9 章仓位要细讲的。这一章你先建立一个动作：**把管理层过去五到十年花的大钱列出来，一笔一笔看它后来赚回来了没有**。这跟你追问候选人"你上个项目的钱和人是怎么分配的、效果如何"是一模一样的动作。

怎么找这些信息

年报里会写清楚钱花去了哪、收购了谁、回购了多少。你看的是**连续几年的模式**，不是单独一年——偶尔一次失手正常，年年在同一个坑里栽，那是性格。

第二把尺：承诺兑现率

这把尺最像你面试时的追问，也最好用。做法很简单，甚至有点笨：**把管理层过去几年立过的 flag 翻出来，一对对后来做到没有。**

他们在哪立 flag？财报、电话会、股东信里全是。"明年利润率提升到 X""这块新业务两年内盈利""我们下半年现金流转正"——这些都是可以被验证的承诺。你把两三年前的原话找出来，跟今天的实际数字放在一起比。

- 说到做到的：以后他的话，你可以多信几分。
- 连续放空炮的：以后他说什么，**直接打三折。**

这不需要任何金融知识，只需要你有耐心去翻旧账。而大多数散户恰恰不翻旧账——他们只听最新那场发布会。你翻，你就有了别人没有的信息优势。这就是那个"上一个项目承诺了什么、交付了没有"的直觉，一比一搬过来。

第三把尺：电话会问答环节的语气

先解释这个场景。财报电话会是每个季度公司高管跟分析师开的一场电话会议：前半段高管念业绩（这段基本是稿子，谁都会讲），后半段是**问答环节**——分析师现场提问，高管现场回答。

你要听的，几乎全在问答环节，而且专挑那些**尖锐的问题**：掉的那批用户去哪了？这块业务为什么还在亏？为什么毛利率突然掉了两个点？顺境里谁都能对答如流，真正泄底的是被追到墙角那一刻的反应。

你听的不是答案对不对（你未必都懂），你听的是**他如何应对**：

- 正面接：直接给数字、给原因、给下一步，哪怕是坏消息也认。
- 打太极：把问题绕回宏观、绕回行业、绕回"我们长期看好"，就是不碰你问的那个具体数字。
- 顾左右而言他：重复一遍问题，讲一段无关的成绩，然后"下一个问题"。

闪躲本身就是信息。一个高管如果对某块业务心里有底，他会抢着给你数据；他绕着走，往往是因为那个数字不好看。这跟候选人被问到留存时"眼神一闪开始讲客观困难"是同一个信号。你面试时能听出来，你听电话会也能听出来——这是你的迁移能力。

电话会录音和文字稿网上大多能找到。别只看新闻替你摘的金句，去看问答原文，尤其看分析师追问后高管那几句话怎么接的。

第四把尺：他自己买不买

嘴上说"我对公司信心十足"，是最不值钱的一句话，因为说它零成本。有成本的版本是：他自己掏钱在市场上买自家股票。

这叫看内部人的动作——内部人就是公司高管和董事这些最懂内情的人。他们的增持和减持是要公开申报的，你查得到。一个 CEO 一边喊着公司被低估，一边自己在偷偷减持，这两件事放一起，你信哪个？信行为。这又是一次**言行一致**的检验。

但这把尺要加一句重要的提醒，别用歪了：**减持的原因有很多**——买房、离婚、交税、单纯想分散风险，都可能。所以内部人卖出不能单独当成看空信号，它只是**参考信号之一**。相对而言，高管用自己的真金白银大额**增持**，含义更纯粹一些：他没必要为了演戏而亏自己的钱。把它当拼图的一块，别当结论。

别走到另一个极端

讲到这，你可能会想：那愿景和创始人魅力是不是纯属忽悠、一文不值？不是。别把这章读成"所有创始人都在撒谎"的犬儒故事。

愿景和魅力有非常实在的价值——它能**招到最好的人**，能在没有利润的早期**融到钱**，能在公司最难的时候把一群人凝聚起来**撑过难关**。一家伟大公司的早期，往往真的需要一个能画饼、也真信这个饼的创始人。这些是真的。

问题只在于：对**你这个投资者**而言，魅力这个维度权重要低。原因很简单，它是最容易被表演、也最容易骗到你的维度。所以正确的做法不是无视它，而是**给它一个低权重，给行为证据一个高权重**：故事听一听，用来理解他想去哪；但决定要不要把钱交给他，看的是他过去怎么花钱、承诺兑现了几成、被追问时敢不敢正面回答、自己买不买单。

把这章拧成一句话

你面试人时早就明白的道理，现在照搬给管理层：**不听他说要做什么，看他过去做过什么、做到没有。**

愿景是路演，行为是财报。前者用来读懂一个人的方向，后者用来决定你敢不敢把钱交给他。学会像面试候选人一样"面试"管理层，你就比大多数只看发布会的人，多了一整套别人不愿意去翻的证据。下一章我们接着往下挖那把最硬的尺子——钱，究竟是怎么在一家公司里流动的。

第八章 · 商业模式看的是钱怎么流

商业模式看的是钱怎么流

你做 PM 的时候，一定画过商业模式画布（一张把"公司靠什么赚钱"拆成九个格子的图：卖给谁、怎么触达、靠什么收钱、钱花在哪.....）。画完那一刻，往往有种通透感：整个生意在一张纸上转起来了，客户从左边进来，钱从右边出去，逻辑严丝合缝。

但你有没有发现，画布最容易骗人的地方，恰恰是它太顺了。格子填满、箭头连上，故事就"成立"了。它回答的是"**这门生意逻辑上说不说得通**"，却回答不了另一个更要命的问题：**这门生意，钱到底什么时候进来、什么时候出去、够不够自己活下去。**

投资人干的活，本质上是把你那张漂亮画布，翻译成一张冷冰冰的表——现金流量表（财报三张表之一，只记一件事：这段时间里，公司账上的真金白银，进来了多少、出去了多少）。你会发现，画布和现金流量表其实是同一张图两种语言：一个用逻辑讲故事，一个用现金对账。而当故事和现金对不上时，**永远是现金说了算。**

大白话

PM 的画布问"这生意讲得通吗"，投资人的现金流量表问"这生意养得活自己吗"。前者能自圆其说，后者不会骗人。

工程师最该先建立的一个直觉：利润 $\neq$ 现金

如果这一章你只带走一句话，就是这句：**利润不等于现金**。它反直觉，但一旦装进脑子，你看公司的眼光会彻底变一档。

利润是会计按权责发生制（一笔生意只要"该算你的了"就计入，不管钱到没到账）算出来的"你赚了多少钱"。现金流是你银行账户里真金白银的进出。这两个数，经常对不上。

拿一个工程师熟得不能再熟的场景打比方：

你接了个大项目，年底验收通过，合同金额 1000 万，账面上这笔收入当场就算你的了，报表上一片飘红，利润好看得很。但客户是个大甲方，付款周期一年。这一年里，你没收到一分钱，可你手下二十个工程师每月工资照发、服务器照续、房租照交——这些都是实打实往外掏的**现金**。

看明白了吗？报表上你“赚了 1000 万”，可这一年你的账户是净流出的，你得自己垫钱把公司撑到客户打款那天。**你可以一边账面上盈利，一边现金枯竭而死**。历史上倒下的公司，很多不是因为不赚钱，而是因为在某个月，账上没现金发工资了——利润再漂亮，也换不来那天的救命钱。

对工程师来说，这个直觉其实不难：利润是逻辑上的结算，现金是系统里真实流动的字节。代码逻辑跑得通，不代表内存里真有那块数据。你信哪个？

三条水管：钱是从哪流进、往哪流出的

现金流量表把公司账上所有现金的进出，拆成三条独立的水管。不用记术语，记画面就行：

- 经营现金流——**做主业实际收进来的现金**。卖货收的钱、提供服务到账的钱，减去为此付出去的工资、原料、水电。这条管子是生意的**造血能力**，最重要的一条，没有之一。
- 投资现金流——**为未来花出去的钱**。买设备、建厂房、收购一家公司。这条管子往外流是常态，因为它在给明天下注。
- 筹资现金流——**外部输血和回馈**。找股东要钱（融资）、找银行借钱、还债、给股东分红或回购。钱从外面进来，或者还回外面去。

把这三条管子摆在一起看，一门生意是死是活，几乎一眼就能判断：

- **健康成熟的生意**：经营现金流常年为正，主业自己赚的现金，不但养活了自己，还有富余——富余的钱拿去投资未来（投资流出），或者还债、分红回馈股东（筹资流出）。它**不依赖外面输血**，自己就能转。
- **危险的生意**：经营现金流长期为负——主业本身在**失血**，全靠不停融资、不停借债（筹资流入）把命吊着。这条命，是外面的人续的，续一天算一天。

大白话

看一家公司，先只看第一条管子：主业自己造的血，够不够它活？够，它腰杆硬；不够，全靠输血，那它的命捏在给它钱的人手里。

自由现金流：生意质量的终极体检

经营现金流已经很能说明问题了，但很多老练的投资者还要再往前逼一步，逼出一个数——自由现金流。

它的算法是：**经营现金流，减去“为了维持这门生意不得不花的那部分资本开支”**。剩下的，才是真正能自由支配的钱——想分给股东、想回购股票、想拿去投新方向，随你。

大白话

提醒一句，免得你翻别的书时犯迷糊：最常见的教科书口径是“经营现金流减去**全部**资本开支”。我们这里用的是更严格的“只减维持性开支”（把为扩张花的钱留下不扣），是巴菲特那套“股东盈余”的算法。两种都对，用哪个取决于你想回答“它现在能自由支配多少”，还是“它连扩张一起花完还剩多少”。

为什么它被当成生意质量的终极体检指标？因为它剥掉了两层伪装：

- 它剥掉了“利润”的账面伪装——用的是真现金，不是应计的数字游戏；
- 它又剥掉了“经营现金流”里的水分——一门生意光有进账不算本事，如果它必须年年砸巨资换设备、修管道才能维持现状，那这些钱不是它赚的，是它必须吐回去续命的。**真正属于股东的，是维持之后还能剩下的那截。**

把这一章和前面接起来看，你会看到一条线：第 4 章讲**护城河**，第 6 章讲**定价权**——一门有护城河、有定价权的生意，最终会体现在哪？就体现在这里：它能**源源不断地产生自由现金流**。护城河和定价权是“因”，充沛的自由现金流是“果”。反过来，一门年年经营红火、却挤不出一分自由现金流的生意，往往是护城河出了问题：它得不停花钱，才能守住原地。

能上手的三个动作

知道了原理，回到你能真正动手做的事。不需要你会算 DCF（那是第 11 章估值的活儿），本章只让你学会一件事：**用现金给故事验真。**

1. **把"净利润"和"经营现金流"拉出多年趋势，看它俩背不背离。**健康的公司，这两条线大体同向、经营现金流常年不输给净利润。如果连续几年利润节节高、经营现金流却原地踏步甚至往下走——警报。这通常意味着"赚"的钱变成了收不回的应收账款，或者压在仓库里的存货。利润是画出来的，现金是收进来的。
2. **看它是不是常年"烧钱—融资—再烧钱"的循环。**翻几年的筹资现金流：如果一家公司每隔一阵就得融一轮、借一笔，钱进来烧光、再融再烧，经营现金流却始终扶不起来——它不是在长大，它是在续命。
3. **分清两种烧钱：主动扩张，还是被动求生。**同样是自由现金流为负，性质天差地别。一种是**"为增长主动花钱"**：主业已经能造血，它选择把钱猛砸进扩张，买明天更大的盘子——这是好的烧钱。另一种是**"不烧就活不下去"**：主业本身不造血，烧钱只是为了让现在这个样子别塌——这是坏的烧钱。

诚实一点：烧钱不等于坏公司

说到这，得赶紧刹一脚，免得你走偏。**不是"只要烧钱、只要自由现金流为负，就是坏公司"**。这么想，你会错过一整代最好的成长股。

很多早期高增长的公司，为了抢在对手前面占住市场，主动把自由现金流烧成负的——这不但不是坏事，有时正是最该做的事。市场是有窗口的，慢一步位置就没了。判断的关键，不在"烧不烧"，而在下面两条：

- **有没有一条清晰、可信的"未来转正"路径。**不是 PPT 上一句"我们规模化之后就盈利了"，而是能看到**单位经济**（卖一份东西这单本身赚不赚）已经跑通、规模一上来现金就会自然转正的迹象。烧钱是在铺一条通向印钞机的路，还是在填一个永远填不满的坑——这是两回事。
- **烧的钱，是不是在买真需求。**这就接回了第 3 章（真需求 = 真收入）和第 5 章（留存曲线）：如果烧钱换来的用户，来了就走、留不住，那你烧的是幻觉；如果换来的是留得住、还愿意复购、甚至愿意付更多的用户，那你烧的每一块钱，都在给未来的现金流打地基。**同样是烧钱，一个在买真需求，一个在买虚荣数字，现金流早晚会替你把它们分开。**

好的烧钱，是拿今天的现金换明天更大的现金，路径看得见；坏的烧钱，是拿别人的现金填自己的窟窿，转正遥遥无期。别一刀切，去看那条路径可不可信。

回到开头那张画布。做 PM 时，你已经在关心"钱从哪来、成本花在哪"了——你早就有这个直觉的种子。投资只是逼你把它从"逻辑上说得通"，一路追问到"现金到底怎么流、够不够自己活、剩不剩得下自由支配的钱"。一个模式再优雅、故事再性感，只要它必须持续从外部输血才能喘气，它就是脆弱的。**判断一门生意好不好，最后不落在它讲起来多顺，而落在它冷冰冰的现金节奏上。**

第九章 · 优先级排序就是仓位管理

优先级排序就是仓位管理

如果你做过一段时间产品，有个场景一定刻进了你的肌肉记忆：季度规划会上，白板上贴满了需求卡片，工程师就那么几个，两个月就那么长，而卡片有三十张。你要拍板：这个季度做哪五个，剩下二十五个往后放。

这一刻你在做的事，和一个基金经理决定"手里这一百万买哪几只股票、各买多少"，是**同一件事**。名字不一样而已。本章要说清楚：你排 backlog 的那套直觉，几乎可以原封不动搬到投资里当仓位管理用——但有一层校准必须做，不然会亏钱。

你从来不是在"选好需求"

先纠正一个新手 PM 常犯的错，因为它正是理解投资的钥匙。

新手以为排 backlog 是在"挑出好需求"。但你干久了就知道：好需求根本不稀缺，白板上三十张卡，可能二十五张都是"确实有用、做了不亏"的好需求。真正稀缺的是**你的工程资源**——人手和时间。所以你的工作从来不是找好需求，而是回答一个更狠的问题：

在人手就这么多的前提下，哪个需求"投入产出比"最高、最该现在做？

这里藏着一个大多数人嘴上会说、心里没算清的概念——

大白话

机会成本：你选了做 A，就等于放弃了本可以用同样人手去做的 B。所以 A 的真实代价，根本不是它花的那几个工时，而是**你被迫放弃的那个最好的 B**。做一个需求，真正贵的是它挤掉的东西。

想通这一层，"不做什么"就和"做什么"一样重要了。你砍掉二十五张卡，不是因为它们烂，是因为它们没好到值得挤掉那五张。一个成熟 PM 最值钱的能力，恰恰是**坦然地对好东西说不**——因为它不够好。

把工时换成钱，你就在做投资

现在把"工程资源"这四个字，换成"钱"。

钱和工时一样，是有限的、稀缺的。你有五十万，市场上有几千只股票，其中"看起来不错"的少说也有几百只——就像那二十五张好需求。于是投资的问题根本不是新手想的那样"找出会涨最多的那一只"（那只票只有事后才知道是哪只，事前谁都不知道），而是：

在钱就这么多的前提下，这几十万该怎么在几个标的之间分配，每个放多少？

这就是仓位管理。

大白话

仓位管理：你有限的钱，怎么在几个标的之间分配，每个买多少。投资组合：你手里这一篮子股票的总和——就像你这个季度真正上线的那五个需求，合起来是你的"产品季度"。

看到这儿，做产品的人应该已经会心一笑了：这不就是排 backlog 吗？把候选股票摊在白板上，就是那三十张卡；你的钱就是工程师；你要做的就是排序、分配、并且对大多数卡说不。**ROI 排序换个名字，就是仓位管理。**

两个你会本能认同、但必须校准的点

正因为这套直觉太顺手，有两个地方你会瞬间共鸣，却也正是这两个地方最容易出事。

一、按把握下注——但要封顶

排 backlog 时你天然会这么干：那个你最有把握、影响最大的需求，你会把最多、最强的工程资源压上去；那些没那么确定的，给一两个人试试水。你不会平均分配人手，那是浪

费。

投资里这个直觉是对的。你对哪个判断最有把握、赔率最好（赔率：赌对了能赚多少、对赌错了会亏多少，两者之比），就该在那上面放更重的仓位。均匀撒钱等于承认"我对每个都没主意"，那还不如去买指数。

但这里有一条**铁的校准**，它撑起后面整整一章（第 12 章讲安全边际）：

再有把握，也要给单一仓位设上限。因为你一定会看错——只是你现在还不知道会错在哪只上。

这跟产品有个残酷的不对称。你压错一个需求，两个月后数据难看，你砍掉重来，损失的是两个月工时。但你把七成身家压在一只你"极有把握"的票上，一旦这个把握是错的，你伤的是本金，而且可能好几年缓不过来。把握是你的判断，判断会错；仓位上限是你给"我会错"这件事预留的活路。所以老手的规矩往往是：**再爱的一只，也不让它超过组合的某个比例**（比如一两成，具体数字因人而异）。

二、分散——但别过度

第二个共鸣点：不要把鸡蛋都放一个篮子里。

大白话

分散：买若干个彼此关联不大的标的，这样单独看错一个，也不至于伤筋动骨——就像你一个季度做五个需求而不是把全部人押在一个上，万一那一个方向错了，还有另外四个兜底。

但产品人对"分散"其实也有另一半的、更深的直觉，只是平时用另一个词说它：**聚焦**。你一定见过那种什么都想做的团队——这个季度上十五个功能，结果每个都半吊子，没一个打透。你心里清楚：什么都想做，等于什么都做不好。

投资里这个坑有个专门的名字：

过度分散：买了几十只你根本研究不过来的票。你以为在降风险，其实你对每一只都没真懂，等于买了个平庸的指数，还多花了一堆精力去盯。

所以真正的功夫是那个熟悉的权衡：**适度集中，而非过度分散**。就像好的季度规划——聚焦五个你真想清楚了的核心需求，而不是二十个你只是"觉得都行"的。你能真正研究透、盯得住的标的，本来就没几个。买到第二十只的时候，问问自己：我对它的了解，真比我第五好的那只更值得占一个名额吗？

一个必须补上的校准：钱不是工时

前面一直在说两者是同一件事。现在说它们最关键的**不一样**，这层不补上，你会用对的直觉做错的动作。

PM 的机会成本是"我的工时"，而工时有个奢侈的性质：**高频、可快速调度、试错便宜**。这周做的功能数据不好，下周就能重排 backlog、掉头再来。你的手感是被这种高频重排养出来的——一周一小调，一月一大调，习以为常。

钱不是这样。钱投出去后会被套牢（买了就卡在里面，想变回现金得先卖，卖还未必卖在好价钱）；它有流动性成本、有时间成本；而且最要命的是——**反馈慢得多**。一个需求两个月见分晓，一个投资判断对不对，可能要两三年才看得清。

所以：千万别把排 backlog 那种"一周重排一次"的手感，直接搬来频繁换仓。在产品里高频试错是美德，在投资里高频换仓大概率是在给券商交学费。

（频繁交易到底坏在哪、什么时候才该真的动手，第 14 章讲卖出时会专门算这笔账。这里你只要先记住：手感要慢下来。）

一个能直接上手的框架：把股票当 backlog 排

说了这么多，给个你今晚就能用的动作。把你的候选股票摊开，像排需求一样，给每一只打上四个标签：

1. **我有多懂它？**——你能不能用三句话讲清它靠什么赚钱。讲不清的，直接出局，别占名额。
2. **护城河多深？**——它凭什么能一直赚下去，而不是明年就被人抄走（这是第 4 章讲的护城河）。
3. **现在的价格给没给空间？**——再好的公司，买贵了也是亏（这是第 11 章讲的估值、第 12 章讲的安全边际）。
4. **我有多大把握？**——这条决定它拿多重的仓位，同时别忘了上面那条封顶规矩。

然后据此排序、分配。不要平均撒（那是承认自己没主意），也不要全压一个（那是假装自己不会错）。四条都硬的，给重仓；懂但价格没到位的，先放观察区（这就是"不做但盯着"）；讲不清的，果断说不——就像那二十五张被你砍掉的好需求。

诚实收尾：没有唯一正确的公式

最后必须说句老实话：仓位没有标准答案。没有哪个公式能告诉你"这只就该占 8.3%"。任何声称有精确公式的，多半在骗你。

真正重要的不是比重的小数点，而是两件朴素的事：

- 你能**说清每一笔为什么是这个比重**——为什么这只重、那只轻。说不清，就是你还没想明白，那就先别买。
- 你**承认自己会看错，所以从不单吊一只**。这不是胆小，这是把"我是人、我会错"这个事实，提前写进了你的组合里。

你早就会排优先级了。投资只是把"工时"换成"钱"，把"需求"换成"公司"，再叮嘱你一句：钱比工时金贵、错了更难回头，所以手要更稳、下注要封顶、别把好东西当成必须买的理由。剩下的，你的产品直觉都懂。

第十章 · 爱上产品，是最贵的病

爱上产品，是最贵的病

做产品的人有一种别人没有的本事：你会真的爱上一个东西。为了一个加载动画多卡了 200 毫秒，你能跟工程师吵到凌晨；为了一个按钮该放左边还是右边，你能翻十篇用户访谈。这份较真，是好 PM 的骨头。没有它，产品做不出灵魂。

但这一章要告诉你一件反直觉的事：**同样这份热爱，一旦对象从"产品"换成"股票"，它会立刻从你最大的优点，变成你账户里最贵的病。**

而且更糟——你比一般投资者更容易得这个病。因为你真的懂它。你天天用它，你能一眼看出它比对手强在哪，你能感受到它的好。别人是隔着玻璃看，你是把手伸进去摸过的。这种"懂"和"爱"叠在一起，会让你在买它股票的时候，悄悄变成一个不称职的投资者：只看多不看空、把喜欢当理由、忽略价格、对坏消息一律找借口。

你会从法官，变成辩护律师

投资一家公司，你本该是坐在审判席上的法官：正方证据、反方证据都摆上来，冷冰冰地称一称哪边重。可一旦你爱上了一只票，你会不知不觉走下审判席，跑到被告席旁边，替它辩护。

这个转变，是几个心理陷阱一起推着你完成的。它们各有名字，但别被名字吓到，都是大白话能讲清的事。

确认偏误：你只听得进夸它的话

大白话

确认偏误：你心里已经信了一件事，于是就只去找、只记得住那些证明你对的信息，那些说你错的，你自动没看见。

你已经认定这家公司好。接下来你上网搜它，看到一篇分析说它护城河深、增长稳，你点头如捣蒜，转发收藏；看到一篇说它增长要见顶、对手在逼近，你第一反应是"这人不懂"，划走。

你以为你在做研究，其实你在收集证据替它辩护。一个法官会主动去找对自己不利的证据；一个辩护律师只找对自己有利的。**爱上一只票之后，你会自动从前者变成后者，而且自己毫无察觉。**

禀赋效应：一旦是"我的"，它就更值钱了

大白话

禀赋效应：一样东西一旦成了"我的"，你就本能觉得它更值钱、更舍不得撒手——哪怕它客观上一点没变。

有个经典的小实验：给一半人发个杯子，问他们愿意多少钱卖；另一半人没杯子，问他们愿意多少钱买。结果卖家的开价，普遍是买家出价的两倍。同一个杯子，只因为"归我了"，在主人眼里就贵了一倍。

股票一样。买入之前，你还能勉强客观。买入之后，它成了"我持仓里的票"，你看它的滤镜就换了——优点被放大，缺点被你善意地理解成"暂时的"。你越来越难像个陌生人那样冷眼看它。

沉没成本：套牢了还加仓，只因为不甘心

大白话

沉没成本：已经花出去、再也收不回来的钱或精力。讲道理它不该影响你接下来怎么做，但人偏偏会因为"都投这么多了"而越陷越深。

股价跌了，理性的问法是："以今天这个价、这个基本面，我现在还愿意买吗？"但被沉没成本绑住的人问的是另一句："我都亏这么多了，怎么能现在走？"

于是他加仓摊平成本，不是因为公司变好了，只是因为不甘心认亏。这跟一个 PM 死守一个已经没人用的功能不肯下线，是同一种病——"我们投了这么多进去，怎么能砍"。在产品

里，这叫可惜；在投资里，这叫把好钱追着坏钱一起扔进去。

好产品，和好股票，是两件事

现在讲这一章最硬的那个道理。请把它刻下来：

一个伟大的产品，配上一个离谱的价格，就是一笔糟糕的投资。

为什么？因为当一家公司好到人尽皆知、人人都爱，它的股价往往已经**把未来十年的好都提前算进去了**。你买它的时候，付的不是它今天的样子，是市场对它未来的一整套美好预期。

（这套“预期怎么变成价格”的机制，是第 11 章估值的正题，这里你只要先接受：价格里装着预期。）

这意味着一件很反直觉的事：**哪怕这家公司之后一路兑现，做得跟大家想的一样好，股价也可能不涨、甚至下跌**。因为“它会这么好”这件事，早就被价格吃掉了。好消息在你买之前就已经定价了，等它真发生的时候，市场只会耸耸肩：“这不早知道了吗。”你要的不是公司变好，是公司比所有人预期的**还要好**——而对一个人人追捧的产品，这太难了。

反过来也成立。一个你用起来直皱眉、体验平庸、你打心底看不上的公司，如果它便宜到没人对它抱任何期待——价格里几乎没装什么好消息——那它只要不继续烂下去，甚至就能是一笔好投资。因为它需要兑现的预期极低，低到随便糊弄一下都能超预期。

所以你必须把两个问题彻底切开，别让它们黏在一起：

- **"我喜不喜欢用它？"**——这是产品问题。
- **"这个价格，值不值得买？"**——这是投资问题。

你对第一个问题的答案，无论多强烈，都不能替你回答第二个。你爱一个产品爱到发狂，跟它现在这个价买了会不会亏钱，是完全独立的两件事。把“喜欢”当成买入理由，就像因为喜欢一个人的长相，就闭着眼签了对方递来的任何一份合同。

解药：三条纪律，把爱和买分开

这一章不是要你别爱产品。恰恰相反——你的热爱和深度理解是巨大的优势，第 16 章会正面讲怎么把这份"懂"变成看懂一门生意的能力。这一章只做一件事：**让你在做买入决定的那一刻，把"爱产品"和"买股票"这两件事拆开**。爱可以驱动你去研究它，但绝不能替你按下买入键。

下面三条，是给这个病的解药，都能立刻上手。

一、强迫自己写空头论点

大白话

空头论点：认真列出"这家公司会让我亏钱的理由"，逼自己站到反方去。也叫做空逻辑、反方观点。

规矩很简单：买入之前，逼自己写下**这家公司会让你亏钱的三个理由**。不许敷衍，不许写"它唯一的缺点就是太优秀"这种假谦虚。要写真的能杀死它的东西：对手正在做什么、它的增长靠什么撑着而那根柱子会不会断、它最赚钱的那块业务会不会被谁釜底抽薪。

这一步的作用，是硬把你从辩护律师的椅子上拽回法官席。你越是爱一家公司，这三条越难写——而越难写，越说明你需要写。写不出三条像样的空头论点，通常不代表这公司无懈可击，只代表你已经病得不轻了。

二、把"我喜欢这个产品"从买入理由里划掉

"我喜欢用它"可以是你研究的**起点**——你懂它、天天用它，这让你比别人更容易看穿它的生意，这是真优势。但"我喜欢它"绝不能出现在你的**买入理由**清单上。

做个具体动作：写下你买它的理由，然后逐条盘问每一条——"这条如果我讨厌这个产品，还成立吗？"凡是经不起这一问的、纯粹靠好感撑着的理由，一律划掉。划到最后剩下的，才是真正的买入理由。如果划完什么都不剩，那你买的从来不是一门生意，是一份感情。

三、先定价，再看价

顺序错了，全盘皆输。大多数人是先看到现价，再倒过来给自己找一个"这价合理"的理由——爱意会推着你追高，看着它涨，你怕错过，越贵越想买。

正确的顺序反过来：**先关掉行情，独立判断它大概值多少钱、跌到什么价以下你才愿意买**（怎么估这个数是第 11、12 章的事）；把这个价钉死，再打开行情看现价。现价在你的线以下，考虑；在线以上，无论你多爱它，手放下。

这条纪律的全部意义，就是不让"爱"来定价。价格是投资里少数你能控制的变量——你控制不了公司做得好不好，但你能控制自己出多少钱买。别把这少数的方向盘，交给感情。

大白话

一句话记住这章：**爱产品，去研究它；买股票，靠算它**。热爱让你比别人更懂一门生意，这是你转投资最大的本钱；但热爱不能替你决定买不买、出多少钱买。好产品配上离谱的价格，照样是一笔烂投资——你能做的，是让爱驱动你的研究，却永远不让它碰你的买入键。

第十一章·你从来不用给功能标价，现在得学

第 11 章 你从来不用给功能标价，现在得学

先说一件让你安心的事：做产品这么多年，你几乎从来没有被逼着回答"这个东西值多少钱"。

你排需求，问的是"该不该做""值不值得做""哪个先做"。你会说"这个功能ROI高""那个坑先别踩"，但你从不会在需求文档里写"这个搜索优化值 800 万人民币"。产品经理的整个手艺，是判断好坏、判断优先级、判断该不该动手——**但不是给东西标价**。价格这个维度，在你的世界里几乎是隐形的。

可投资不一样。投资的一半是判断一家公司是不是好生意（前面十章讲的全是这个），另一半，是判断这家好生意**现在这个价，买了划不划算**。这后半件事，就叫估值。

估值（valuation——判断一家公司到底值多少钱，再拿这个"该值多少"去和现在的股价比，看是贵了还是便宜了）。这是你产品生涯里从没练过的一块肌肉。别怕，它不是高深数学。它其实在回答一个特别朴素的问题：

我为这家公司未来能赚到的钱，现在愿意付多少倍？

不懂估值，前面所有关于生意质量的判断都白做。因为你就算看懂了这是一家好公司，你也不知道该出什么价——而**好公司用烂价格买进去，一样是笔烂投资**。

先立一个心法：买股票就是买它未来赚的钱的一小块

回到第 8 章我们讲过的自由现金流——一家公司刨掉所有开销和维持运转的投入之后，真正能自由支配的钱。

你买一股股票，本质上不是买了一张能炒来炒去的纸，而是买下了这家公司未来所有自由现金流里，属于你的那一小块所有权。你是这家公司千万分之一的老板。它未来赚的钱，理论上有你一份。

所以一家公司到底值多少钱，说穿了只取决于两件事：**它未来总共能给股东赚回多少钱**，以及**这些钱要多久才能赚到**。估值这门课，就是把这个朴素直觉变成能算的数。

记住这个锚，下面三把尺子你就不会迷路——它们都是在用不同的角度，估同一件事。

第一把尺子：PE，多少年靠利润回本

PE（市盈率，Price / Earnings——股价除以每股每年赚的钱）。这个词听着抽象，但它问的事特别直白：**按公司现在的赚钱速度，你要多少年才能靠它的利润把本钱赚回来**。

打个比方。你花 100 万盘下一家小饭馆，它一年净赚 5 万，那你要 20 年才回本，这家饭馆的 PE 就是 20。换个说法也一样：你为它每一块钱的年利润，付了 20 块。

PE=20 是贵还是便宜？光看这个数字答不了。关键要看它的利润长得快不快。

- 一家利润几乎不增长的公司，PE 20 可能已经偏贵——20 年后它还是这么点利润。
- 一家利润每年涨 40% 的公司，PE 40 可能反而合理——它明后年的利润会把这个倍数迅速"摊薄"。

所以有个粗糙但好用的经验法则：PEG（PE 除以利润增速）。拿 PE 40 除以增速 40，得 1，常被当作"为增长付的价大致公道"的参考。PEG 明显小于 1 可能便宜，明显大于 1 可能你为增长付太多了。**但请把它当路标，不是铁律**——增速是估出来的，会变，也会骗人。

第二把尺子：PS，还没利润时的替代品

问题来了：很多高速成长的公司，为了抢市场疯狂烧钱，压根还没盈利。没有利润，PE 的分母是零甚至负数，这把尺子直接失灵。

这时候换 PS（市销率，Price / Sales——股价除以每股营收，也就是用"收入"代替"利润"来量）。逻辑是：这家公司现在不赚钱，但收入在飞涨，先按它做多大生意来估个价。

大白话

但你必须记住第 3 章和第 6 章的教训：**收入不等于利润，用户爽也不等于赚钱**。一家 PS 很高的公司，等于市场已经预设了"它将来能把这些收入变成很漂亮的利润"。要是这个利润率永远兑现不了——收入越大反而亏越多——那高 PS 就是一张空头支票。PS 越高，未来要兑现的利润率就越苛刻。

第三把尺子：DCF，把未来的钱打折搬到今天

前两把是"倍数尺"，快，但糙。第三把是想把估值这件事算到底的：DCF（现金流折现，Discounted Cash Flow——把公司未来每一年能产生的自由现金流，各自打个折算回今天的价值，再全加起来，就是它今天该值多少钱）。

这里有两个直觉，工程师一听就懂。

直觉一：未来的钱，要打折。

折现：今天手里的 100 块，比一年后的 100 块更值钱。为什么？因为今天这 100 块你能拿去生息、能再投资、能钱生钱；而且这一年里还有通胀在啃它、还有"万一收不到"的风险。所以一年后的 100 块，要打个折，才能和今天的钱放在一个天平上比。越远的钱，折得越狠。

大白话

类比一下：这就像给未来的每一笔现金流加一个"距离衰减"。信号传得越远越弱，钱也是，离今天越远的那笔钱，搬回今天时缩水越多。DCF 干的活，就是把公司未来十几年每一笔现金流都按距离衰减一遍，再求和。

直觉二：结论对假设极度敏感，它是思维工具不是计算器。

DCF 里有两个关键旋钮：未来的**增长率**（钱涨多快），和**折现率**（未来的钱打多狠的折）。这俩你只要轻轻拧一点点，最后算出来的估值能差出一倍。增长率从 15% 调到 20%，或者折现率从 8% 调到 10%，结果可能天差地别。

所以老手都明白：**DCF 真正的价值，不是吐出一个精确数字，而是逼你把"要让今天这个股价成立，未来到底得发生什么"想清楚。**你会发现"哦，现在这个价，等于假设它未来十年每年都涨 30%"——然后你自己判断：这现实吗？DCF 是帮你审问假设的工具，绝不是能算出真理的计算器。谁把 DCF 小数点后两位当准话，谁就是在拿伪精确骗自己。

PM 尤其要记住的一条估值真相

现在把最重要的一句话给你：**高估值，本质是市场已经把很高的增长预期，提前定价进去了。**

一只 PE 很高的股票，不是"贵得没道理"，而是市场在说："我相信它未来会疯狂增长，所以我愿意现在就付这个高价。"这个高预期，已经写进价格里了。

这就接上了第 10 章——你爱一个产品，很容易顺手买它的股票。但请分清：**你买一只高 PE 的爱股，买的不是"这产品好"，而是在赌"它能兑现那个已经被写进价格的高预期"。**产品好是前提，市场早知道了，早付过钱了。你赌的是它还能超出这个已经很高的预期。

一旦增长稍微不及预期，会发生什么？两件坏事同时来：

1. 利润没达标——你按现在增速算的"未来赚的钱"，缩水了。
2. 大家愿意为它付的倍数（PE）也跟着往下调——之前肯付 50 倍，现在只肯付 25 倍了。

利润和倍数一起往下掉，股价是被**双重挨打**。一家还在赚钱、产品还很好的公司，股价照样能腰斩。这就是"好公司、好产品，也可能是烂投资"的真正机制——不是公司变差了，是你当初付的价，把太美好的未来当成了既定事实。

那到底该怎么上手

给你一套 PM 能立刻用的两步法，顺序别反：

第一步，用生意质量判断"这是不是好公司、未来大概能赚多少"。这就是前十章的全部功夫：护城河、留存、现金流、团队。这一步决定了未来那笔钱的大小和确定性。

第二步，用估值判断"现在这个价，是把未来算得太乐观，还是留了余地"。好公司也可能标了个荒唐的价。

怎么粗筛一个价格贵不贵？别追求精确，你要的是三个方向的对照：

- **比它自己的历史**：这家公司现在的 PE，是站在它自己过去五年、十年区间的高位还是低位？
- **比同行**：同一个行业里，差不多的对手 PE 是多少？它凭什么贵一截或便宜一截？
- **比增速**：用 PEG 感觉一下，它的估值配不配得上它的增长速度？

三个方向都不贵，你大概率是在一个还算舒服的价上；三个方向都在高位，你得警惕自己是不是又"爱上产品"、把美好未来当成了确定的现实。

最后一句诚实话

估值是艺术，不是科学。没有唯一正确答案。

不管 PE、PS 还是 DCF，它们全都建立在对未来的猜测上——而对未来的猜测，注定会错。同一家公司，两个认真的人能估出差一倍的价，谁也没算错，只是对未来的假设不同。

大白话

所以别把任何模型吐出来的数字当成精确真理，尤其别把 DCF 算出的那个漂亮小数当成公司的"真实价值"。它只是"如果我这堆假设都对，它大概值这么多"。假设会错，这是没办法的事。

正因为所有估值都是带误差的猜测，我们才需要下一章要讲的东西：**安全边际**——既然一定会算错，那就故意用比"我算出的价值"低不少的价去买，给自己的错误留出余地。先补完估值这门课，你才有资格谈"留多少余地"。

第十二章 · 安全边际：给你的判断留出错的余地

安全边际：给你的判断留出错的余地

你写过限流代码。假设一个接口实测扛得住每秒 1000 次请求，你会把阈值设成 1000 吗？不会。你会设成 700，甚至 600。剩下那 300、400 不是浪费——那是你留给"万一测得不准、万一突发流量、万一某个下游变慢"的余量。

做容量规划也一样：预估双十一峰值是平时的 5 倍，你不会刚好按 5 倍买机器，你会按 8 倍备。关键系统你会做冗余备份，一主一备甚至一主两备——不是因为你觉得主库一定会挂，而是因为你**知道自己对"会不会挂"的预测，本身就不可能百分百准**。留余量是专业素养，不是胆小。

这一章讲的安全边际（margin of safety），就是投资里的这个 buffer。你估算一家公司值 100 块，你不在 100 买，你只在 60、70 买。留出的那 30、40 折扣，就是你给"万一我估错了"准备的冗余设计。

大白话

一句话：安全边际 = 给你的判断误差留的工程冗余。你算容量会留 buffer，你估公司价值也得留 buffer，同一个道理。

为什么必须留：你算的"值多少"，本身就是个带误差棒的估计

上一章讲估值时说过：算出来的内在价值（一家公司理性上到底值多少钱）对假设极其敏感，改一个增长率、改一个折现率，结果能差出一大截。所以你算出来的"100"，从来不是一个精确的点，而是一根带误差棒的估计——它可能实际是 70，也可能是 130，你自己都不敢打包票。

既然如此，正确的做法就很清楚了：**只在价格明显低于你估的下限时才买**。你估这公司大概值 100（乐观 130、悲观 70），那你就盯着 70 这个保守值，等价格掉到 55、60 才动

手。

买入价和你估的价值之间那道折扣，就是你犯错时的救命垫。你估 100、按 60 买，等于提前承认"我这 100 可能虚高 40%"，并且已经为这个错误付过保险费了。哪怕真相是 70，你 60 买的也没亏；哪怕是 80，你还赚。安全边际不是让你算得更准，而是让你**算错了也死不了**。

反直觉的核心：你越确信，越要留边际

这里是全书最反直觉的一点，请慢读。

直觉上你会觉得：我特别有把握的判断，可以少留点余量甚至不留，因为我这么确定；反倒是没底的判断才需要缓冲。**恰好反过来**。

回想第 10 章讲的"爱上产品"：你最爱、最懂、每天在用、能把它的优点讲三小时的那家公司，恰恰是你最容易高估、最不肯留余地的那一家。你太熟了，于是你把它的好处看得清清楚楚，把它的风险自动打了折。你越确信，下的注越重，防范却越松——这三件事叠在一起，就是致命亏损的标准配方。

更根本的问题是：**你的自信本身没法校准**。你没有一个仪表告诉你"这次你有 90% 对、那次只有 60%"。历史上无数绝顶聪明的人，翻车都翻在自己最确信的那个判断上——不是败在他们知道自己不懂的地方，而是败在他们以为自己全懂的地方。

所以安全边际的真正含义是：承认再缜密的分析，也框不住未来的意外。你没算进去的行业突变、你没听说过的技术颠覆、你看漏的那条风险、纯粹的坏运气——这些**黑天鹅**（你事前根本没在模型里考虑、发生了才发现"原来还能这样"的意外）不会因为你分析得认真就绕着你走。安全边际就是那句"我可能错了"提前定好的价。

大白话

把它当成一条铁律记住：最大的亏损，往往来自你最有把握、因此下重注、又疏于防范的那个判断。你越觉得稳，越要主动逼自己问一句：如果我错了呢？

安全边际有两个来源，别只盯着价格

很多人以为安全边际就等于“买得便宜”。价格便宜是主要手段，但不是全部。它其实由两块拼成，而且两块能互相补偿。

来源一：价格折扣

用足够低于你估值的价格买。这是你最直接能控制的一块——你没法让公司变好，但你能选择在什么价位出手。

来源二：生意本身的确定性

同样一个折扣，用在不同生意上，够不够是不一样的。

- 越是看不清、越难预测的生意——技术三年后会不会被颠覆、政策明天会不会变脸、需求是不是一阵风——你要求的折扣就得越大。误差棒越长，缓冲垫就得越厚。
- 越是简单、稳定、护城河深（第 4 章）、现金流可预测（第 8 章）的生意，你需要的折扣就越小。一门几十年不变、收入稳得像收租的生意，你估的 100 大概率真在 90-110 之间，那 20% 的折扣可能就够了。

换句话说：

安全边际 = 价格的便宜程度 + 生意的可预测程度。一头轻了，另一头就得补上来。

一门你完全看不懂的生意，哪怕价格骨折，也未必安全——因为你连“该值多少”都估不准，折扣是从一个错误的基准上打的。反过来，一门你看得极透、稳如老狗的生意，不用等到骨折价也能出手。

怎么上手：三个能落地的动作

1. **先算一个悲观情景。**别只算“顺利的话它值多少”，逼自己算一遍“假设增长掉一半、利润率被压薄、丢一个大客户，它还值多少”。这个悲观假设下的值，就是你的下限。只有现价低于这个保守值，才进入“可以考虑”的候选池。
2. **对越有把握的判断，越要主动做“错法演练”。**不是问“它会不会好”，而是问：“如果我错了，我会错在哪一步？错了会亏多少？”把最爱的那只单拎出来，专门找它的反方证据。你

能想清楚"最坏能亏多少"，才配决定要不要下注。

3. **分工要清楚：安全边际决定"要不要买"，仓位决定"买多少"**。安全边际是一道闸门——够便宜、留够了余地，才放行。放行之后买多重，是第 9 章仓位的事。别把两件事搅在一起：不是"越确信买越多不留边际"，而是"留够边际才买、确信程度再去影响仓位"。

它不是让你永远不敢买

说到这必须泼盆冷水，免得你走向另一个极端。

安全边际**不是**让你死等一个永远不来的骨折价。那个"打三折我才买"的完美价格，很多好公司一辈子都不会给你——你守着它，结果是错过所有真正的好机会，看着它们一路涨上去。这不叫纪律，这叫瘫痪。

它的正确用法是：在"价格 vs 价值"明显划算、并且已经留足了犯错空间的时候才动手。划算就出手，不划算就等，仅此而已。

你也得诚实接受它的代价：**安全边际会让你少赚一些顶**。因为你不追高、不为了怕错过而在贵的时候冲进去，那些靠追涨吃到的最后一段涨幅，你多半吃不到。这是它明码标价的成本。

但它换回来的，是"少犯致命错误"。而这恰恰是投资里最值钱的东西——因为亏损和盈利不对称：亏 50% 你得再赚 100% 才回本。你可以错过很多次好机会，机会还会有；但一次没留边际的重仓看走眼，可能把你直接打下牌桌，让后面所有的好机会都跟你无关。

大白话

记住这个先后顺序：投资是先活下来，再谈赚钱。安全边际管的就是"活下来"这一步。它让你的账户经得起你必然会犯的那些错——这也是后面第 14 章讲卖出和风控、第 16 章讲心态的地基。

第十三章 · 市场情绪：一个你管不了的巨型用户

市场：一个你管不了的巨型用户

做 PM 的人有一种深入骨髓的自信：用户是可以被影响的。你改一版落地页，转化率动一动；你发一条 push，DAU 抬一抬；你调一下价格、做一场活动、上一个新功能，用户的行为就跟着你的手往某个方向偏。你不一定次次说对，但你始终握着方向盘——用户在你手里是可以“推”的。

然后你买了第一支股票。你把这家公司研究得比它自己的 IR 还透，你确信它值 100 块，现在只卖 70。第二天，它跌到 65。你没做错任何事，你什么也没能做。第三天涨到 72，第四天又跌回 66，和你读的每一份财报都对不上。你第一次尝到一种 PM 几乎从没体验过的感觉：**你对结果的影响力，是零。**

大白话

做产品，用户是你推的；买股票，股价是你推不动的。你研究得再透，明天涨还是跌，你一票都投不进去。这种彻底的失控感，是 PM 转投资最不适应的第一关。

先认清：你面对的是一个会发疯的巨型用户

格雷厄姆——巴菲特的老师——给了一个流传了大半个世纪的比喻，叫市场先生（Mr. Market）。

大白话

市场先生：把整个市场想象成一个和你合伙开公司的人。他情绪极不稳定，每天准时来敲你的门，给你的股份报一个价——愿意按这个价买你的，也愿意按这个价卖给你。他高兴时报一个离谱的高价，绝望时报一个离谱的低价。关键是：你没有任何义务搭理他。你可以天天不开门；只在他报的价明显对你划算时，才和他做一笔。

请仔细体会这个设定里最反直觉的一点：**市场先生的报价，是给你的服务，不是给你的裁决**。他每天来报价，是来伺候你的，不是来给你的判断打分的。他报低了，不代表你错了；他报高了，也不代表你对了。他只是又发了一次疯而已。

PM 的本能恰恰相反。你太习惯用数据当裁判了——转化率掉了就是方案错了，留存涨了就是决策对了，数字是真理。于是你下意识地把股价也当成裁判：跌了，是市场在告诉你"你看错了这家公司"。这个下意识，是你要拆掉的第一个错误接线。

投票机与称重机

格雷厄姆还有一句话，把这件事讲到了底：**短期看，市场是一台投票机；长期看，它是一台称重机**。

大白话

投票机：短期股价比的是人气——谁的故事性感、谁被资金追捧、谁上了热搜、大家此刻是贪婪还是恐惧。跟这家公司到底赚不赚钱，短期内可以毫无关系。

称重机：长期股价比的是"真重"——这门生意到底能赚多少真金白银。时间够长，价格会向真实的价值靠回去。

这句话对 PM 是当头一棒，因为它把你前面练的所有功课重新定了位。第 11 章学的估值、第 12 章学的安全边际、判断生意好坏的一切能力——**那全是"称重"的能力**。你练的是怎么把一门生意放上秤，读出它到底几斤几两。

但市场大多数时候不在称重，它在投票。这就意味着：你花几个月称准了一家公司到底值多少，然后你得眼睁睁看着市场用几个月、甚至几年，继续按人气而不是按重量给它标价。价格可以长期、大幅地偏离价值。你是对的，可市场"暂时"不认账——而这个"暂时"能长到让你怀疑人生。

能不能熬过这段投票的噪声，等到称重那一刻，是投资和做产品最不一样的地方。产品的反馈是以天、以周计的；称重的反馈，常常以年计。

把裁判，重新理解成一个偶尔送礼的疯子

这里是最关键的一次心态迁移。大多数新手把市场波动理解成两样东西：我的敌人（它跌是要坑我），或者我的裁判（它跌是判我错了）。这两种理解都会让你在最不该动手的时候动手。

正确的理解是：**市场波动是一个情绪病人送上门的报价，有时候是垃圾，有时候是礼物。**

- **他报低价时（大跌、恐慌、人人夺路而逃）**——如果这门生意本身没变坏，那不是灾难，那是打折。这正好接上第 12 章的安全边际：好价格往往不是市场心平气和时给的，恰恰是市场发疯、绝望甩卖时给的。市场先生越恐慌，你的礼物越大。
- **他报高价时（狂热、天天新高、身边人人都在买）**——这是他上门来，用一个你自己都觉得离谱的价格，求着买走你的股份。这是他递给你的一个卖出的好机会（我们第 14 章细讲怎么接）。

同一个疯子，同样的行为，你不再问“他是不是在骂我”，而是问“他这次报的价，对我划不划算”。这一步转过来，市场的波动就从折磨你的东西，变成了服务你的东西。

PM 尤其要拆的两颗雷

有两种情绪，PM 因为职业习惯，中招的概率比常人还高。当场拆开。

羊群效应：这么多人不可能错吧？

大白话

羊群效应：大家都在买，你就本能地想买；大家都在卖，你就本能地想卖。心里那句话是“这么多聪明人都在做，不可能错”。

PM 中这颗雷特别深，因为你的工作训练你“相信大数据、相信大盘趋势、相信用户用脚投票”。可股市里有个残忍的规律：**市场在最极端的时候，恰恰是错得最离谱的时候。**人人都在疯狂买入的顶点，和人人都在割肉逃命的底部，是羊群最密集、也是价格离价值最远的两个位置。跟着羊群，你保证会在最高点接盘、在最低点交货。人多不是安全，人多是危险的信号。

锚定：股票不知道你的成本价

大白话

锚定：你会死死盯着自己买入的那个价格。跌破成本，你不甘心割，非要等它涨回来；一涨过成本，你又急着落袋跑掉。你所有的动作，都被那个成本数字牵着走。

这颗雷要用一句话钉死：**股票不知道你的成本价，你花多少钱买的，对它未来值多少钱，毫无意义。**你 100 买的还是 50 买的，改变不了这门生意明年能赚多少。可你的大脑会把"我买入的价"偷偷当成"这东西的合理价"，用它当锚，让你在该加仓时因为"已经亏了不甘心"而瘫痪，在该拿住时因为"已经赚了怕回吐"而手抖。唯一该拿来比的锚，是这门生意今天到底值多少，而不是你当初付了多少。

诚实的难点：是它发疯，还是它看到了你没看到的？

现在讲一个不能回避的坑，否则这一章会把人带沟里。价格大跌的时候，永远有两种可能，而且事前很难分：

1. **市场在发疯**——生意没事，只是情绪在杀价。价格错了，这是机会。
2. **市场在称重**——它嗅到了你没嗅到的坏消息：护城河被人凿穿了、真实需求在萎缩、现金流在恶化。价格是对的，基本面真的变坏了。

把这两者混为一谈，是新手亏钱最惨的方式。第一种你该高兴地买，第二种你该冷静地认错离场——可它们在盘面上长得一模一样，都是绿的。

没有水晶球，但有一个务实的判据，而且它正好是你前面每一章的功课：**回到生意本身。**

- 你反复核对这门生意的真实赚钱能力——客户还在不在、单位经济还赚不赚钱、护城河还在不在、现金流还健不健康——如果这些都没恶化，只是价格在跌，那更大概率是**市场在发疯**，是打折。
- 如果你诚实地查下去，发现护城河真被攻破了、真需求真的在退潮、现金开始失血，那这不是打折，是**市场在称重**，它比你先闻到味。这时你该做的是重新估值，甚至承认自己当初看错了。

所以千万别把这一章读成"越跌越买、无脑抄底"。越跌越买只在一种前提下成立：你回去查过了，生意确实没坏。抄底和接飞刀，中间隔着的就是这份功课做没做。价格下跌本身不构成买入理由，"价格跌了但生意没坏"才构成。

你唯一能控制的两件事

回到开头那个失控感。做投资，摊到桌面上，你真正能控制的只有两件事：

1. **你判断的质量**——你有没有把生意真的看懂、把价值真的称准。这是称重的功课，是你能修炼的。
2. **你在市场发疯时的反应**——他报低价时你是恐慌割肉还是从容拾礼，他报高价时你是追着接盘还是从容递货。这是情绪的功课，也是你能修炼的。

价格本身，不在这张清单上。明天涨还是跌，你一票都投不进去，别人的投票你也拦不住。

接受这份失控感，正是 PM 转投资最难、也最关键的一课。你干了这么多年产品，习惯了握方向盘、习惯了对用户有掌控感、习惯了用数据当裁判——现在你要面对一个你推不动、还经常发疯的巨型用户，学会不去和他较劲，只在他犯傻时安静地占他便宜。

把方向盘交出去，把秤攥在手里。你管不了市场，但你管得了：你称得准不准，和他发疯时你稳不稳。

第十四章 · 卖出：PM 从不需要的纪律

做产品的人，只学过"往前推"

你做产品这么多年，所有的肌肉都长在一个方向上：把东西做大。立项、迭代、拉增长、加功能、扩团队。你的整个职业训练，是"如何把一个东西起起来、做起来、跑起来"。

你几乎没练过反方向的动作——**体面地退出**。就算你砍过一条产品线，那也很少是"你个人要为砍在哪个点上负责"。砍掉一个功能，没有人拿着秒表问你："你退出得早了还是晚了？如果你晚三个月砍，损失会大多少？"退出对你来说，是一次性的、模糊的、集体决定的动作，不是一门要反复打磨的手艺。

可投资不一样。投资的成败，一半在**卖出**。你买得再对，卖错了，账户上什么都留不下——涨了三倍不卖，坐一趟过山车回到原点；该认错时不认，一路补仓补到深套。买入决定你会不会赚，卖出决定你到底赚没赚到、留没留住。

所以这一章讲的，是你 PM 生涯里几乎完全空白的一块肌肉。它不难懂，但反人性。我们得从头补。

为什么卖比买难得多

买入的时候，你处在一个特别干净的心理状态：还没投钱，没有盈亏，没有感情，逻辑清清楚楚。你像个冷静的外人在打分。

卖出的时候，全变了。你已经买了，账户上有一个数字每天跳动。你对这只股票有了感情（"它陪我这么久了"），有了**成本锚**（你死死记着自己是多少钱买的，把这个买入价当成"公道价"，接第 13 章的锚定），还有了盈亏。这三样东西，会一起来绑架你的判断。

更麻烦的是，卖出要同时对抗两种方向相反的情绪，看你是亏着还是赚着。

该止损时：被"再等等就回本了"绑住

止损，就是承认这笔买错了、或者生意确实变坏了，把这个亏着的仓位卖掉，把损失止在这里、不让它继续扩大。

听起来简单，做起来要命。因为一卖，账面上的浮亏就变成了实打实的亏——"卖了就坐实了"。人有一种强烈的错觉："只要我不卖，就还没真的输。"于是你开始念咒："再等等，万一它回来呢？""都跌这么多了，反弹一下我就走。"

大白话

这不是分析，这是**不甘心认错**。背后是两个老熟人：第 10 章的沉没成本（已经亏进去的钱，让你舍不得走，其实那笔钱早就跟未来无关了），加第 13 章的锚定（你盯着自己的买入价，而不是盯着这生意现在到底值多少）。

结果就是那个最经典的坑：越跌越舍不得，甚至"跌了正好摊平成本"，把好钱扔进坏生意，把小错拖成大错。

该止盈时：被"它还在涨"绑住

另一头，赚钱的仓位也难卖。止盈是把已经赚钱的仓位卖掉、把利润落进口袋。你以为赚钱的会轻松？不。这时候绑住你的是贪婪和怕错过——"卖了它要是继续涨呢？""万一我一卖就起飞，我不成傻子了？"这种"卖飞了怎么办"的恐惧，会让你死死攥着一个已经贵得离谱的东西不撒手，直到它把利润还回去。

你看，一个怕认错，一个怕踏空，方向正好相反，但都在干同一件事：**不让你在該走的时候走。**

把情绪拿掉：买入时就写好卖出剧本

既然卖出的时刻情绪最满、脑子最不清醒，那就别指望在那一刻靠"感觉"做决定。真正的解法只有一个——

在买入的时候，头脑最冷静、还没有盈亏和感情的时候，就白纸黑字写下卖出条件。写一份卖出剧本：一张清单，上面写着"满足以下任何一条，我就卖"。以后到点了照着执行，不临场表演。

这跟你写 PRD 是一个道理：你不会等上线那天临场拍脑袋定验收标准，你会在动手前就把"什么算成功、什么算失败"钉死。卖出剧本就是给这笔投资写的退出验收标准。

什么样的条件才配写进剧本？只有一类：**基于生意本身（基本面）的，不是基于价格情绪的**。下面这几条，是真正该卖的理由。

一、当初买入的逻辑被证伪

这是最正当、最不用犹豫的卖出理由。你当初买它，一定是因为某个具体的 A——因为它有护城河、因为这个需求在真实地长、因为管理层靠谱。

现在 A 不成立了：护城河（让对手抄不动、拦住竞争的那道结构性壁垒，接第 4 章）被攻破了；你赌的那个真需求在萎缩（接第 3 章）；管理层开始乱来、变烂（接第 7 章）。

大白话

记住这句话：**你因为 A 买，A 没了，就该走，跟它现在是涨是跌没关系**。买入逻辑死了，仓位就该死。

二、价格贵到离谱，安全边际反了过来

价格涨到远远超过这生意该值的水平——好几年的好日子被提前透支进了今天的股价，这时候你继续拿着，是在为一个已经透支的未来付高价。

注意分寸：这**不是"涨了就卖"**，而是**"贵到离谱才卖"**。涨一点点、估值还合理，不动。只有当价格离价值远到安全边际（你付的价比东西真实价值低出来的那块缓冲垫，接第 12 章）不但没了、还反过来变成负的——你花的是溢价而不是折价——风险收益比彻底变差时，才是这一条触发（接第 11 章估值）。

三、发现了明显更好的机会

你的钱是有限的。一笔钱放在这里，就不能放在别处，这就是机会成本（接第 9 章：选了 A 就等于放弃了 B，B 里最好的那个就是你的代价）。

如果出现了一个赔率明显更好的机会，而你手上又没有闲钱，那么卖掉一个平庸的仓位、把子弹换到更好的地方去，是理性的。注意"明显"二字——差不多好不算，得是显著地好，否则你只是在给自己频繁换仓找借口。

四、当初就买错了，逻辑本就站不住

还有一种：不是生意变坏了，是你回头一看，当初的买入逻辑压根就站不住脚，是自己一时冲动或算错了。

认错要趁早。别摊平，别加仓，别用“再等等”给自己台阶。第一天发现买错，就是最好的卖出时机；每拖一天，成本锚和感情只会让你更走不掉。

盯着生意，不盯着盈亏数字

把上面几条串起来，其实就一句话，值得你贴在屏幕上：

因为价格跌了而卖，是错的（除非基本面真的变坏了）；因为生意变坏了而卖，才是对的。

股价跌了，本身不构成卖出理由——生意没变、只是便宜了，那反而可能是该高兴的事。真正该让你按下卖出键的，永远是**生意**那一侧发生了变化：逻辑证伪、贵到离谱、有更好去处、当初买错。

换句话说，别让市场先生（第 13 章那个情绪化、每天上门报价的合伙人）替你做卖出决定。他今天报个跌价，不代表你的生意坏了；他只是又犯情绪病了。你要盯着企业的经营，不是盯着他嘴里蹦出来的数字，更不是盯着你那个成本价。

不卖，也是一种智慧

读到这你可能有个危险的误会：卖出这么重要，那我是不是得勤快点，高抛低吸、一有波动就操作？

恰恰相反。对一门真正的好生意，频繁交易、一有风吹草动就跑，是普通人最大的亏损来源之一。你的每一次进出都在付出摩擦成本，更糟的是，你会一次次在市场先生犯病的低点被吓出局，错过好生意最肥的那几年复利。

接第 9 章那句：**你的钱不是按工时结算的，动得多不等于赚得多**。盯盘八小时不会让好公司多长一分钱。再接第 13 章：投票器天天乱跳，称重机很多年才响一次，你得熬得过那些吓人的投票，才等得到称重。

所以最好的卖出，往往长这样：**很少卖**。大部分时间你什么都不做，只是拿着，任凭价格上蹿下跳。只有当上面那四条基本面触发器里有一条真的亮了，你才动手。剧本不是让你频繁交易，剧本是让你在绝大多数时候有底气地按兵不动——因为你早就知道，什么才算真的该走。

卖出考的不是技术，是纪律和诚实

最后落到心态。卖出这件事，几乎不考验智商和技术含量。它考验两样东西，都特别硬：

- **诚实**——诚实地面对“我错了”或者“这生意确实不行了”，不给自己编“再等等”的故事，不拿“还没卖就不算亏”骗自己。
- **纪律**——纪律地执行你冷静时写下的剧本，到点就走，不被那一刻的贪婪和恐惧改判。

这恰好就是 PM 最缺的那块肌肉：你练了太多“如何把东西做起来”，几乎没练过“如何诚实地承认它不行、并干净利落地退出”。好消息是，这块肌肉补得起来——不是靠临场变得更坚强，而是靠一件很朴素的事：**在你最清醒的买入时刻，替未来那个会慌、会贪、会不甘心的自己，把剧本先写好。**

第十五章 · 把这套能力接成一条流水线

把零件装成流水线——给“买股票”写一份需求评审清单

前面十四章，你手里攒了一堆零件：识别真收入的镊子、量护城河的卡尺、算单位经济学的计算器、读管理层的听诊器、估值的天平、安全边际的护栏、卖出的剧本……单个零件都好用，但零件不是机器。这一章，我们把它们装到一条传送带上。

做 PM 的你太熟悉这个场景了：一个需求想进版本，得先过需求评审清单（review checklist，评审一个需求该不该做时逐项要过的标准）。有没有真实用户？投入产出比划不划算？技术上做得动吗？谁来负责？——一条条问下来，大部分需求还没到排期就被毙了，这不是浪费，这正是评审的价值：把不该做的挡在门外。

买股票是一模一样的动作。只不过这次评审的对象不是一个需求，而是一门生意，加一个价格。这一章就给你这份清单。它有顺序、有淘汰逻辑，前一关不过，后面几关连看都不用看。

大白话

把它当成一条漏斗：宽口进，窄口出。100 家公司进来，能走到最后一关下单的，可能就三五家。漏得越狠，你越省心。

为什么要有“顺序”

顺序的意义是省力。一个看不懂的生意，你花再多力气算估值也是白算——地基是歪的，楼盖得再精细也要塌。所以清单从“最能一票否决”的关卡开始，越往后越细。层次上是三段：先看这是不是门好生意，再看价格划不划算，最后看你自己该怎么下注。

关卡一：我看得懂吗？

这是能力圈，是总闸。能力圈（circle of competence，你真正搞得懂的领域范围）不是问你聪不聪明，是问你懂不懂这门生意具体怎么把一块钱赚出来的。看不懂，直接放弃，不丢

人——放弃是这条流水线里最高频、最赚钱的动作。

- 我能用三句话讲清楚这家公司靠什么赚钱、钱从谁口袋里来吗？（不能，就到此为止）
- 三年后什么会变、什么大概率不变，我心里有数吗？
- 我是真懂这门生意，还是只是熟悉它的产品？（用过 App $\neq$ 懂它的生意，这个坑接第 16 章）

关卡二：这是不是一门好生意？

过了能力圈，才轮到看生意本身。这一关问题最多，因为"好生意"是个复合体，得从几个角度同时照。

真需求，真收入（第 3 章）

- 它的收入是用户心甘情愿掏的，还是靠补贴、靠一次性买断、靠会计手法撑出来的？
- 把增长里"烧钱换来的"那部分剥掉，还剩多少是真的？

护城河（第 4 章）

- 它比对手强的那一点，是**可持续的壁垒**，还是随时会被抄走的差异化？
- 新玩家想抢它的生意，要迈过哪道坎？这道坎明年会更高还是更矮？

留存与单位经济学（第 5 章）

- 用户留得住吗？留存曲线是趋平（有粘性），还是一路向下（漏水的桶）？
- 单位经济学（unit economics，单个用户身上赚的钱和获取他花的钱之比）是正的吗？一个用户带来的终身价值，够不够覆盖拉来他的成本还有得赚？

用户价值 vs 股东价值（第 6 章）

- 用户爽，公司到底赚不赚钱？两者是同向的，还是"用户越爽公司越亏"？
- 它有定价权（pricing power，涨价而不太掉客户的本事）吗？敢不敢涨价？

现金流（第 8 章）

- 账面利润有没有变成真金白银？自由现金流（free cash flow，赚到的钱扣掉维持和扩张必须的开支后，真正能自由支配的现金）是正的吗？
- 它是自己造血，还是靠不停融资、借钱续命？

大白话

这一关任何一项亮红灯，都值得停下来追问。一门收入是假的、或者护城河是纸糊的、或者永远不产生现金的生意，价格再便宜也别碰。

关卡三：管理层靠不靠谱？（第 7 章）

好生意也能被烂管理层败掉。这一关看的是开车的人。

- 他们怎么花钱？资本配置（capital allocation，公司赚来的钱拿去干什么——分红、回购、扩张还是乱买）是理性的，还是拿股东的钱追风口？
- 翻出他们三年前说过的话，兑现了吗？言行一致，还是年年画饼？
- 内部人自己在增持还是在减持？他们和你坐在同一条船上吗？

关卡四：价格划算吗？

走到这里，你已经确认这是门好生意、有靠谱的人在开。但——**好生意不等于好股票，好生意配上好价格才是**。再好的公司，买贵了也是烂投资。第 10 章"爱上产品是最贵的病"讲的正是这一关最大的心魔：一旦爱上产品，就懒得算价格、算不下手了。

估值（第 11 章）

- 现在的价格，隐含了市场对未来多乐观的假设？这些假设我信吗？
- 用几种方式（PE 市盈率、PS 市销率、DCF 把未来现金流折回今天算总值）交叉估一下，结论是"便宜""合理"还是"要它未来完美无缺才撑得住"？

安全边际（第 12 章）

- 就算我算错了、公司差一点，现在这个价还留了缓冲吗？安全边际（margin of safety，用远低于你估算价值的价格买，给自己的判断误差留余地）够厚吗？
- 如果我对它的估值高估了三成，按现价买还亏得起吗？

关卡五：我该买多少、什么条件下卖？

最后一关，对象从公司转回你自己。前面四关是判断"值不值得买"，这一关是"怎么下这个注"。

仓位与机会成本（第 9 章）

- 我要投入多少？这和我手里其他机会比，是不是更值得押的那个？（机会成本，opportunity cost，把钱押在这里，就等于放弃了押在别处能赚的）
- 如果我错了，这个仓位会不会大到伤筋动骨？

预写卖出剧本（第 14 章）

- 还没买，我就得答：**什么情况下我会卖？** 基本面哪一条崩了算"论点破产"？
- 我的卖出触发条件，是基于生意变了，还是基于股价跌了？（后者是陷阱）

熬过市场先生（第 13 章）

- 买入后如果它先跌 30%，我的判断依据变了吗？没变的话，我扛得住吗？
- 我分得清这是投票机（voting machine，短期股价由情绪投票决定）在闹情绪，还是称重机（weighing machine，长期股价回归真实价值）在给出信号吗？

怎么用这张清单

两个用法，都得说清楚。

第一，绝大多数候选会死在前几关，这是好事。你不需要对每家公司都走完五关。看不懂，关卡一就出局；收入是假的，关卡二就出局。能一路挺到关卡五的，本该是极少数。淘汰

得越早，你省下的时间和钱越多。清单的第一价值不是帮你找到能买的，而是帮你快速踢掉不能买的。

第二，它是护栏，不是公式。别把它当打分表——每关打个分、加起来过 80 分就买。生意的事没法这么加总：一条致命的假收入，不会因为其他项分高就被抵消。这张清单真正的作用，是**逼你把每一环都想清楚，想不清楚就别下注**。它防的是两种最蠢的亏法：一是漏看了关键一环（清单让你不会跳过现金流、不会忘了问管理层），二是被感情带着走（爱上了产品，就懒得算价格）。它是安全带，不是自动驾驶。

清单不能保证你赚钱。它只能保证你少犯两种错：漏看，和上头。

这里必须诚实：投资是概率游戏。你把这五关全走对了、流程一丝不苟，某一笔照样可能亏钱——好公司会遇上黑天鹅，便宜价还能更便宜。这正是关卡四那道**安全边际**存在的理由：它承认你会犯错、会撞上坏运气，所以提前留出缓冲。做对流程，换来的不是“每一笔都赢”，而是“一大批下注之后，胜面在你这边”。

到这儿，可迁移的能力已经全部装上了这条传送带。但流水线只管“怎么判断”，管不了“判断之后你这个人稳不稳”。清单再完备，真到市场血流成河、或者众人狂欢的那一刻，能不能照着它执行，靠的是另一样东西——你的心态，以及你作为一个 PM 到底比市场里的谁多懂了一点。这是最后一章要聊的：在一个聪明人扎堆的游戏里，你的真实优势在哪儿，又该怎么守住它。

第十六章 · 你的优势不是选股,是看懂生意

你的优势不是选股，是看懂生意

读到这一章，你手里已经攒了一堆工具：识别真需求真收入、看护城河、读留存曲线和现金流、给公司估值、留安全边际、熬市场先生、学会卖出，最后还把它们接成一条流水线。你可能会自然地得出一个结论：所以我的优势，是变得更会选股了、更会算估值了。

这一章要泼一盆冷水，也要给你一份底气。冷水是：**论"算"，你拼不过**。底气是：**但你有一样东西，市场上大部分职业选手反而稀缺——你真的懂一门生意是怎么运转的**。

先说冷水。算估值、抠财报勾稽、盯宏观利率、跑十几个 DCF 情景——这些是技术活。技术活的特点是：有人比你专职做这个，一天十二小时，团队分工，数据库比你全，模型比你细。你一个业余时间看盘的 PM，想在"算得更准"这条赛道上赢过他们，基本没戏。这不是打击你，是让你别把力气使在打不赢的地方。

那你到底赢在哪：能力圈

你真正的优势，藏在一个词里。

大白话

能力圈 (circle of competence)：你是真懂、还是自以为懂，这两者之间有一条边界，边界之内叫你的能力圈。投资的关键，从来不是这个圈有多大，而是你**诚实地知道它的边在哪**，并且只在圈里下注。

注意这个反直觉的重点：能力圈的价值不在"大"，在"你知道边界在哪"。一个只懂三个行业、但清楚自己只懂这三个的人，比一个"觉得自己什么都懂"的人安全得多、也赚得稳得多。前者永远在自己看得清的地方出手，后者迟早在自己看不清的地方栽跟头。

而你，一个天天在一线做产品的人，天生就有一块别人很难有的能力圈。

你的圈，是用职业本能一寸寸长出来的

职业投资者研究一家公司，多半是从外面看：读招股书、听电话会、扒财报、跟卖方分析师聊。这些当然重要，但它们都隔着一层玻璃。

你不一样。当你研究的是你所在行业、或者你天天深度使用其产品的那家公司时，你手里有一手信息：

- 你亲眼见过真实的用户行为——不是财报里那个漂亮的月活数字，是用户到底为什么留下、为什么流失、嘴上说爱其实一分钱不肯付。
- 你经历过产品迭代——一个功能为什么成、一个为什么死，增长是真火还是靠补贴堆的虚火，你一看就有数。
- 你知道这门生意运转起来最疼的地方在哪——获客到底多贵、留存到底多难、护城河是真的深还是 PPT 上画的。

这份"这门生意到底行不行"的一手直觉，是很多只翻财报的专业投资者**没有**的。他们能把利润表背得滚瓜烂熟，却可能从没真正理解过这个产品为什么被需要。而你，恰恰在这件最难量化、最值钱的事情上，有真本事。

翻财报是技术活，别人比你强；理解生意是商业判断，这一块你可能比他们强得多。你的优势，是后者。

但这份"懂"，也是你最危险的东西

现在必须立刻掉头，讲这一章的另一半——不然前半段会害了你。

你最"懂"的地方，恰恰最容易让你自负、最需要警惕。回想第 10 章那句话：你最爱、最懂、能讲三小时优点的那家公司，正是你最容易高估、最不肯留余地的那一家。这一章要把它说得更狠：**"我懂产品"这件事，特别容易偷偷膨胀成"我懂这门生意的一切"，再膨胀成"我懂这只票该涨"**。而这两步膨胀，每一步都在把你推出能力圈。

请把这三件事分得清清楚楚：

- 你懂这个**产品**好不好用、被不被需要——这是真的，是你的圈内。

- 你懂这家**公司作为一门生意**行不行——这大概率也在圈内，但已经开始有你看不见的角落（它的财务健康、管理层的资本配置）。
- 你懂这只**股票**该不该在这个价买、接下来会不会涨——这基本在圈外。股价里还塞着价格贵贱、财务风险、宏观环境、以及无数你根本不知道的信息。

懂产品，离"懂这只股票"，隔着好几层你看不见的东西。把"我懂产品"当成"我稳赚"，是这一整本书里最贵的一个错觉。你越确信，越要往回退半步——这正是第 12 章那条铁律：最大的亏损，来自你最有把握、下了重注、又疏于防范的那个判断。

怎么用职业本能滋养投资，又不被它反噬

好消息是，这不是让你在"用优势"和"防自负"之间二选一。有具体的做法，能让你两头都占。

一、只在圈内重仓，圈外要么不碰，要么只用小仓学习

给你研究的每一家公司，诚实地贴个标签：**"我是真懂，还是道听途说？"**真懂的（你的行业、你深用的产品），才有资格进重仓的候选池。道听途说的（朋友推荐、新闻热点、你完全不熟的行业），要么直接不碰，要么只用一笔小到亏光也不心疼的钱去买着学。别把学费仓当成重仓押。

二、直觉负责"发现"和"排除"，纪律负责"验证"和"成交"

你的产品嗅觉，最适合干两件事：快速嗅出"这生意有戏"，和快速嗅出"这增长是虚火、这需求是假的"。这是你的选题雷达，又快又准。

但选题不等于下注。直觉看中之后，下注前你仍然要老老实实把第 15 章那张清单从头过一遍——尤其是价格和估值这些维度。因为你的直觉再灵，它**不覆盖价格**：产品嗅觉能告诉你这是不是好公司，永远告诉不了你现在这个价买贵没贵。而你从第 11、12 章已经知道，好公司配烂价格，照样是烂投资。

直觉负责选题，纪律负责成交。让职业本能帮你发现好东西，让框架和安全边际替你把住最后那道成交的闸门。

三、把你的日常工作，直接变成持续的投研

这是 PM 独有的红利，别浪费。

大白话

scuttlebutt（费雪提出的"闲聊打探法")：通过跟用户、员工、同行、供应商聊天，一点点拼出财报上看不到的真相。比如同行都在抱怨什么、用户正在往哪个产品迁移、哪家的人才在悄悄流失。

专业投资者得专门花钱、花时间去 scuttlebutt。而你——**你的日常本身就是天然的 scuttlebutt**。你每天用的产品、你行业里的风吹草动、你同行在饭桌上的抱怨、你看到用户悄悄迁移的方向，这些全是一手调研，是别人求之不得的信息。你只是从没意识到，这些"顺便知道的事"，正是投资里最难买到的东西。把工作当成一场不停歇的调研，你就每天都在给自己积累别人没有的原料。

心态的总收束：投资不是让你变成另一个人

走到这里，我想把整本书的情绪落到你身上。

投资**不是**要你变成一个天天盯盘、追涨杀跌、被红绿数字牵着走的交易员。那是另一个物种，也不是你的优势所在。投资对你来说，是把你**已经拥有**的那份"看懂生意"的能力，安静地、有纪律地，用在一个新战场上而已。

你的优势是：**耐心，是理解力，是能等一门好生意跌到一个好价格**。你的敌人是：**自负，是感情用事，是把"我懂产品"错当成"我稳赚"**。这一整本书，说到底就是在帮你放大前者、按住后者。

最后一句诚实话

这本书不能保证你赚钱。没有任何一本书能——谁跟你保证稳赚，谁就在骗你。

它能做的，只有一件事：让你在**自己最有优势的地方下注，在自己会犯错的地方留余地**。前者是你从职业里长出来的、看懂生意的眼力；后者是安全边际、是能力圈的诚实、是那句永远备着的"我可能错了"。

所以别小看你手里这份东西。你在一线摸爬滚打攒下的商业理解力，是这个高手如云的市场里，普通人罕有的真优势。把它郑重地用起来——用在你真懂的地方，用你的耐心去等，用你的纪律去成交。然后，无论账户涨跌，都对市场保持那一点谦卑：它永远比你懂得多，你能做的，是只在自己看得清的那几步棋上落子。

看懂生意，本就是你的看家本领。现在，把它带进这个新战场。

把产品直觉变成买入理由 · 独孤九剑