

Savwee.

投资者访谈系列 / 第 2 册

价值投资的秘密

Niwes Hemvachiravarakorn 博士的投资智慧



MENG TECK

2026 / 全新设计版

给读者的话

关于这一册

本册采访发生于 2017 年，原评述约写于 2023 年。2026 年版更新了设计与活动邀请；历史观点、案例与所述结果，仍应放在当时的背景下理解。

本书用于一般教育，不考虑你的个人财务情况，也不是针对任何证券的买入、卖出或持有推荐。投资可能造成亏损，过往表现与个别成功案例不能预测未来回报。作决定前，应核实最新资料，并在需要时咨询具有相应资格的持牌人士。

本册内容

一场值得分享的对话	03
在危机中，重新开始	04
从有韧性的企业开始	07
走出去，观察真实的生意	12
一个指标，讲不完一个故事	15
建立观察名单，耐心等待	17
有理由地分散投资	20
广泛阅读，独立思考	24
两位投资者，共同的习惯	27
下一步，从学习开始	30

一场值得分享的对话

我曾读到 CNBC Indonesia 的一篇文章，介绍东南亚四位传奇投资者。很幸运，我有机会采访其中两位。

第一位是 Lo Kheng Hong。我从那次采访中学到的心得，已收录在本系列第一册。另一位，就是这一册的主角：Niwes Hemvachiravarakorn 博士。

这次采访发生在 2017 年。采访 Lo Kheng Hong 后，我拖了大约六年，才终于把心得整理成电子书。第一册收到许多读者的好评。原本打算在几个月内完成第二册，结果又过了十八个多月。

如今，第二册终于完成。希望你读得愉快。

在危机中，重新开始

根据原采访笔记，Niwes 博士早年在一家证券公司工作，负责管理公司的投资基金。

笔记记述，他在攻读博士期间接触价值投资，阅读了沃伦·巴菲特的投资理念，并将这些理念应用到公司的投资基金。

不幸的是，他在 1997 年金融危机期间失去了工作。他仍需要收入来支付生活开销，包括孩子在国际学校的学费。于是，他开始寻找另一条创造收入的路。

这时，他想起一个理念：市场崩盘时，可能会出现以低估价格买入企业的机会。

看见低潮之外的可能

原笔记记载，44 岁的他虽然失去稳定工作，却把约 30 万美元的全部积蓄投入股市，因为他在危机中看到了价格被低估的企业。

他寻找的是股息表现良好、即使经济低迷仍能维持稳定业务的公司。按照采访记录，大约一年后，他的资金翻了一倍。

这段经历促使他分享价值投资知识。他开始教导 MBA 学生，为报纸撰稿，并出版了二十多本书。

他的投资经历和持续分享，也推动了价值投资理念在泰国的普及。

把纪律，坚持几十年

按照我在 2017 年前后听到的资料，他的净资产曾达到约 2 亿美元。从 30 万美元起步，用了二十年，这是非常突出的个人经历。

他把自己的成果归因于有纪律的投资方式：关注长期发展，而不是短期价格波动。

Niwes 博士强调，理解企业基本面、市场周期，并保持耐心和纪律非常重要。他的故事体现了韧性、策略思考，以及对市场运作的深入理解。

接下来，我会进一步分享他的投资理念，以及他看待成功的方式。

从有韧性的企业开始

Niwes 博士早期更专注于价值投资。尤其在 1997 年经济危机期间，他寻找基本面稳健、提供生活必需品与服务的企业。

他当时选择的一家公司经营食品类快速消费品。我记得可能是生产 Mama 方便面的 Thai President Foods，但原笔记也注明，这个公司名称并不确定。

按照当时买入价格与历史股息计算，股息率约为 10%，市盈率约为 5 至 6 倍。

这种方法更偏向稳定、防御性较强的企业：即使经济放缓，业务仍可能保持韧性。研究重点包括收入、盈利和派息记录。

价值与成长，可以同行

他认为，这家公司市场份额高、利润率不错，销售的是人们需要的产品，但当时并没有多少人买它的股票。可能是市场没有注意到公司业务依然不错，也可能有人只是急需现金而卖出。看到这种情况，他大幅投入，此后资产几乎都配置在股票。

按照笔记，他在 1997 年买入低估股票后，一年内获得接近 100% 的收益。随后，他开始把更多注意力放在成长上。例如，危机时人们优先购买食品，经济复苏后，服装企业可能表现得更好。

他的思路是：衰退时重视价值，复苏时寻找成长。这与巴菲特从价值投资走向兼顾价值与成长的变化有相似之处。他开始寻找新行业中有成长空间、价格又不高的企业。

通常，人们说要用合理价格买优秀企业；而在那个时期，他认为市场提供了用低价买优秀企业的机会。

把眼光放到三至五年后

后来，他最重视的投资标准是成长。

企业在未来三至五年，是否有较高机会继续成长？收入、盈利和股息，是否也有望在这段时间增加？

如果看不到这样的前景，他就不会买入。买入后，他会每个季度跟进企业表现，检视预期有没有实现，也会观察产品是否仍有吸引力、消费者是否继续使用。

穿越市场周期的一课

重新回顾这些心得，让我觉得很有意思。在 2023 年整理原稿时，我已经看过不同类型的股票，在不同环境下出现不同表现。

2020 年 3 月市场大跌时，跌幅较大的往往是估值较高的成长股，而防御性股票相对较抗跌。

成长股通常指市场预期会快速增长的企业，因此相对于近期盈利，股价可能较高。不过，有些公司仍处于早期阶段，商业模式未必已经充分验证。

价值股则往往相对于盈利或账面价值定价较低。优质的价值股，还应该拥有经过验证、较具防御性的业务。

如果能够用价值股的价格买到有成长潜力的企业，那就更理想了。

让思考保持灵活

后来，全球政府推出经济刺激措施，市场在 2020 年末至 2021 年复苏，成长股又跑赢了防御性股票。

到了 2022 至 2023 年，加息、通胀及经济环境的变化带来挑战，许多成长股下跌，防御性股票反而表现较好。

第一次听 Niwes 博士谈这种策略变化时，我觉得很新鲜，因为我原本以为价值投资者会一直坚持同一种策略。但把自己锁在僵化的定义里，未必是最好的做法。

真正重要的是作出有根据的投资判断。无论称为价值股还是成长股，他关心的核心问题都是：在当时的经济环境下，这家企业的业务能否在未来三至五年继续成长？

走出去，观察真实的生意

Niwes 博士相信亲自观察的力量。他认为，好的投资者不能高坐象牙塔，而应该走到现场，看看真实世界发生什么。脱离实际，就可能失去对市场的感觉。

他喜欢去购物中心，观察人们在买什么，也从消费者的角度，了解自己持有或正在研究的企业是否仍有吸引力。

他也提醒，预测盈利并不容易，特别是可能被科技颠覆的行业，因此实地观察很重要。

例如，他曾投资一家书店。某一年，市场没有金融危机，这家公司的增长却明显放缓。他寻找原因时发现，妻子每天开始使用 iPad，年轻人更多时间看互联网和 Facebook，而不是读书。

他判断趋势已经变化，于是卖出该公司的股票。按照笔记，后来这家公司的收入确实下降了。

企业之外的经济环境

Niwes 博士会考虑较广泛的市场和经济环境，因为这些因素可能影响企业。如果一个国家的经济增长很慢，投资者要取得理想回报也会更困难。

过去，许多国家持续增长，这个问题没有那么突出，但环境会改变。采访中，他认为美国因为移民等因素，人口结构相对较年轻；其他国家则需要更留意人口老化，例如泰国。这也是他开始关注越南的原因。

当人口平均年龄上升，经济增长及企业发展可能面临挑战。他以越南为例，设想随着下一代成长、现有劳动人口逐渐积累退休储蓄，如果利率下降，更多资金可能进入市场寻找回报。

他认为，这可能带来市场繁荣，也可能是考虑卖出的阶段。这个过程也许需要十年，但他愿意等待。这是采访当时的长期推演，并非对今天市场的预测。

人工智能时代的人口变化

这段分享让我印象深刻，因为当时我以为价值投资者不太看宏观经济，但 Niwes 博士会把这些因素纳入考虑。

许多国家在中期面临的一个挑战，是人口老化。与一些人的印象相反，有些地方的问题并非人口过多，而是生育减少、人口结构逐渐老化。

按照传统模式，年轻人需要工作、创造经济价值，来支持长辈和孩子，因此这种变化会带来压力。

不过，人工智能时代的到来可能改变这个局面。如果人工智能与机器人能够完成越来越多人类的工作，老龄化社会未必一定导致经济灾难。

一个指标，讲不完一个故事

他会综合参考市盈率、市净率、股息率和市值。笔记记载，他理想中的市盈率低于 10 倍，但必须确认盈利不会下滑。对于较依赖资产的企业，例如制造业、房地产公司或银行，他也会留意低于 1 倍的市净率，以及至少约 3% 至 4% 的股息率。

市值 = 当时股价 × 公司已发行在外的股份总数。

市值对他尤其重要，因为他会把公司的市值，与未来可服务的整体市场规模作比较。

这些指标必须结合起来看。当前市盈率低，如果未来盈利下跌，股票仍可能很贵。航运、农业等周期性行业就是例子；有时市净率可能更有参考价值。反过来，当前市盈率高，如果未来盈利显著增长，估值也可能仍合理。

他的重点不是看一个数字就下结论，而是把企业、行业 and 多个指标放在一起判断。

能力重要，诚信更重要

原笔记记载，在二十年的投资经历里，Niwes 博士只有两年出现年度亏损；2008 年，组合价值下降约 14%。这是采访中的历史记录，并不是对未来的保证。

他认为，原因在于自己选择业务稳健、具有防御性又能成长的企业。即使出现危机，企业的收入、盈利与股息仍可能维持增长，从而减轻股价压力。

对于管理层，他同时看重能力与诚信。企业表现通常能反映管理能力，但诚信需要长期观察管理层的行动。

尤其要留意企业行动与收购：是否合理？有没有隐藏不利信息？他并不经常参加股东大会，反而更喜欢亲自走进门店观察业务。

建立观察名单，耐心等待

他会把喜欢但价格太高的企业放进观察名单，等待价格明显下降。当股价足够便宜、走势逐渐稳定时，他才考虑买入。卖出时，他也可能较大幅度地退出，而不是只卖一点点。

他偏好具有强大竞争优势的企业。成长快并非唯一重点，更重要的是稳定与可持续。行业应该仍有增长空间，但最好不要变化过于剧烈。

企业需要证明自己能够持续做好本业并成长，而不是表现忽高忽低。投资者也需要找出决定行业竞争力的关键指标。

例如，对服装零售企业而言，规模可能很重要：采购量大，往往更有机会以较低价格取得合适的产品。

愿意错过，也是一种纪律

他观察到，价格带两端的产品，有时不容易被同一种模式颠覆。例如，高端奢侈品的顾客看重品牌，也可能更愿意到实体店购买；极低价产品则可能因为运费，而不适合在线上销售。

所以，即使财务数字看起来不错，他也未必马上投资，而会继续观察竞争优势是否真正建立。

这样会不会错过机会？他的看法是：错过也可以。如果股价已经上涨，那就不是属于他的机会。他宁愿错过，也不愿因为仓促判断而亏钱。

按他的历史经验，有些持仓即使短期下跌，通常会在两三年内恢复并获利；如果长期没有恢复，他会考虑是否出现问题，并可能卖出。

他强调的原则是：尽量避免损失，宁可慢一点。这是一种投资纪律，并不表示投资不会亏损。

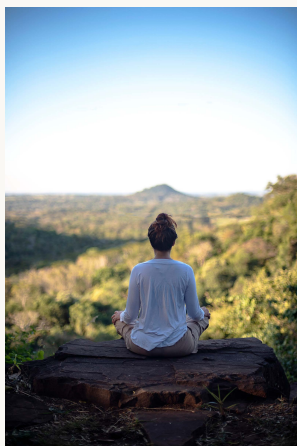
难的，是真正做到

这就是为什么投资需要纪律。

如果你已经读过第一册和这一册前面的内容，可能会觉得，把投资做好似乎并不复杂。理念的确可以很简单，困难往往在执行。

你能否耐心等到想要的价格才买入，尤其是在刚刚错过一次机会之后？你是否真正深入了解企业，能够列出衡量业务成败的关键指标，以及行业的竞争情况？还是只停留在表面理解？

这里所说的纪律，是即使情绪让人很难坚持，仍然能够认真遵守自己制定的规则。



有理由地分散投资

他会在六至七个不同行业中，挑选自己认为优秀的企业来分散投资。按照采访记录，五至六只股票可能占组合约 70%，而单一股票不会超过整个组合的 30%。如果买入后更喜欢这家企业，也认为有利因素增加，他可能继续加仓。

那么，面对不熟悉的越南市场，他怎么做？他把 ROE、市盈率、市净率、股息率和市值等条件结合起来筛选，再分散投资于约一百家符合条件的公司。

这有点像建立自己的价值投资 ETF。他甚至未必记得每一家公司的名称。按照采访当时的记录，这部分投资在两年内上涨约 40%。

他投资多个行业，尤其关注可能受惠于国家发展的领域，例如公用事业与发电，因为经济发展往往伴随用电需求增加。其中一家公司，当时给他的股息率约为 10%。

当企业的故事变了

Niwes 博士买入企业，是因为他认为业务优秀，而且价格便宜。

但多数行业都会遇到某个阶段：成长空间触顶、企业失去竞争优势，或者增长速度明显落后于竞争者。

这时，他就会考虑卖出。原笔记提到，他有不少股票是在上涨十倍后卖出的，但这个过程可能用了十年。

关键仍然是找到能够持续成长的企业，而不是把十倍收益当作必然结果。

持续检查成长是否实现

他未必要求企业每年都成长，但按照采访笔记，他希望长期平均复合增长率达到每年约 15% 或以上。这是他观察企业成长的标准，并非对投资回报的承诺。

如果成长没有实现，他会检查原因，并考虑是否应该卖出。

书店的案例再次说明了这一点：公司原本业务很好，后来在没有金融危机的情况下，增长突然放缓。他观察到妻子每天使用 iPad，年轻人更多时间浏览互联网和 Facebook，阅读习惯已经改变。

他据此判断行业趋势变化，卖出股票。笔记记载，之后公司的收入继续下降。

培养自己的洞察力

即使很多人读了同一本书，并尝试实践其中的理念，最终的投资结果仍可能很不一样。

其中一个差别在于眼光和洞察力：你如何判断未来的成长？如何较早发现一家企业的竞争优势正在减弱？

经验的积累可能有所帮助。但如果想加快学习，接下来这个习惯就很重要。

广泛阅读，独立思考

Niwes 博士每天阅读很多内容，不只是财经新闻，也包括科技趋势、历史、经济与人类心理。他相信，投资成功的重要一部分，是管理好自己的情绪。

历史提醒我们，危机会反复发生，而危机中也可能出现值得研究的机会。除了阅读，他也非常重视独立思考，不随波逐流。

看一件事情时，不只是问它有没有可能发生，还要问它发生的概率有多高。例如，管理层说前景很好，不应只听好听的话，而要研究：行业真的在成长吗？竞争环境如何？公司的预测有多大机会实现？

我们需要理解这些因素，再作出自己的判断。即使管理层提出成长预测，他也会自己分析行业与竞争格局，评估实现的可能性。

这种概率思维也用于组合配置。他不会只买一只自己认为成功机会高的股票，而会选择几只。这样，组合表现更有机会反映选股判断，而不完全依赖单一公司的结果。

耐心，是需要练习的能力

要有耐心。许多活动奖励速度和行动，但在投资里，有时慢一点、少做一点反而更好。真正的功夫在于思考，确认有利因素是否存在，而不是不断交易。

不要急着猜下一季业绩好坏，也不要轻易认为可以先卖出，再等低价买回。时机很难把握；卖出后如果股价没有跌，反而上涨，人往往很难克服情绪，以更高价格买回，最后可能错过。

有些人投资后非常焦虑，时刻盯着价格，甚至跌价时连厕所都不敢去，担心一离开就亏钱。

谈到阅读，他当然推荐自己写的投资书，不过这些书未必有英文版。其他建议包括彼得·林奇的《One Up on Wall Street》，以及本杰明·格雷厄姆的《The Intelligent Investor》。

让生活开支低于收入

Niwes 博士能够投入较多资金、把握当时的机会，一个原因是：除了孩子的教育费用，他每月的生活开支并不高。

他的储蓄原则是，只要仍有主动收入，就尽量不动用投资里的钱。只有退休需要，或出现紧急情况时，才考虑使用。

这样，他就能把眼光放得很长，甚至三十年。如果未来三至五年都不需要动用这笔钱，为什么只盯着短期？

短期思维容易令人犯错。例如，只看公司今年盈利不错就买入，却没有考虑两三年后盈利可能下降，最终可能高买低卖。



两位投资者，共同的习惯

Niwes 博士与 Lo Kheng Hong 的投资方式虽然存在差异，但他们看待投资与金钱的方式，在很多方面十分相似。

阅读或观察、思考、投资。如果要找出两人共同强调的一件事，那就是持续获取知识。仔细看他们日常做的事，大致都围绕着这三个动作。

量入为出。他们也都强调，不要浪费性消费。这是积累投资本金的重要起点。

当你用积蓄投资，而不是急着靠短期交易支付生活费，就更有条件长期思考，不必因为迫切需要赚钱而频繁进出。

质量、价格与理解

以低估价格买入优质企业。两位投资者都重视买入好企业，而不只是便宜的企业。很多初学者误以为价值投资等于买低价股，但企业质量同样重要。

危机同时带来危险与机会。两人都曾在危机期间买入股票，取得显著的历史收益。但他们并不是随便买任何股票，而是研究企业未来能否改善，以及市场是否把价格压得过低。

知道自己买的是什么。他们都强调买入前的研究，无论通过阅读还是实地观察，都应该深入理解自己投资的企业。

把学到的，分享出去

寻找诚实而有能力的管理层。两人都认为，良好的公司治理与管理层诚信非常重要。企业过去的表现，可以帮助判断管理能力；而企业行动的历史，则可以让我们检查管理层有没有损害小股东的利益。

通过教育回馈社会。这是我非常敬佩他们的一点。他们不只是金钱上富有，也愿意以分享和教育帮助别人。

我正是他们分享的受益者之一。希望透过这本电子书，你也能从这些经验中学到有价值的东西。

Savwee.

下一章，由你开始

下一步，从学习开始

你已经看见有经验的投资者如何思考。现在，开始建立一套你能亲自练习的方法。

参加 Savwee 免费三晚线上挑战营，透过清楚的案例与有系统的学习，了解如何研究企业、阅读价格图表，以及在作决定前规划风险。

01 基本面分析

学习从企业业务、财务表现和估值，提出更好的研究问题。

02 技术分析

理解图表如何帮助你研究价格、趋势与时机。

03 风险管理

学习思考仓位、下行风险，以及作决定前应该准备的计划。

savwee.com/challenge



本活动用于一般教育。投资涉及风险，回报没有保证。实际课程内容与可选语言，请以报名页面为准。