

致合伙人信 2025

中国 日期	期末值		本年回报率		
	净值	沪深300	净值	沪深300	相对表现
2018/2/1	1.00	4,246			
2018/12/31	0.88	3,011	-11.6%	-29.1%	17.5%
2019/12/30	1.16	4,022	31.6%	33.6%	-2.0%
2021/2/12	1.36	5,808	17.3%	44.4%	-27.1%
2022/1/30	1.30	4,564	-4.7%	-21.4%	16.7%
2023/1/21	1.30	4,182	-0.1%	-8.4%	8.3%
2024/2/15	1.09	3,365	-16.3%	-19.5%	3.3%
2025/1/29	1.54	3,792	41.9%	12.7%	29.3%
2026/2/13	1.56	4,660	0.8%	22.9%	-22.1%
净盈亏	0.56				
累计回报率			55.6%	9.8%	45.8%
年化回报率			5.7%	1.2%	4.5%

美股 日期	期末值		组合表现 当年回报率		
	净值	标普500	净值	标普500	相对表现
2018/9/19	1.0000	2,907.95			
2018/12/31	0.8444	2,506.85	-15.6%	-13.8%	-1.8%
2019/12/30	1.1017	3,240.02	30.5%	29.2%	1.2%
2022/1/30	1.6800	4,431.85	52.5%	36.8%	15.7%
2023/1/20	1.6632	3,972.61	-1.0%	-10.4%	9.4%
2024/2/15	2.1489	5,011.12	29.2%	26.1%	3.1%
2025/1/29	2.5910	6,039.00	20.6%	20.5%	0.1%
2025/12/31	2.5855	6,845.50	-0.2%	13.4%	-13.6%
累计回报率			158.5%	135.4%	23.1%
年化回报率			13.9%	12.5%	1.5%

1. 组合表现

a) A股&港股投资

- i. 过去8年净值年复合增长率5.7%，高于沪深300的1.2%，每年超额4.5%，相对表现满意，绝对表现欠佳，主要受2018年整体市场估值水平较高影响。拉更长看，只要保持相对市场的超额表现，年复合增长率不会差。
- ii. 2025年净值仅增长0.8%，相对表现显著比指数差，个别主题如AI表现突出，与2021年的新能源爆发的情况相似，资金集中拉升指数，我们在这种市场下很难获得好的表现。
- iii. AI在编程，科研，日常办公等方面很有用，会颠覆很多行业，需求会很大，并且需求的集中爆发会带来如GPU，存储，大模型等相关行业公司短期的盈利和估值的暴涨。另一方面，企业长期能否稳定盈利，投资的风险大小，更需要看的是竞争环境与竞争优势。如果需求爆发但企业护城河不足，如航空，光伏等，股价通常先暴涨再暴跌，也没有人可以预测这些涨跌的起点终点，最终投资亏损的风险很大。为了我们的资金安全，不会去参与短期的市场博弈，消息博弈，而是关注能预测长期利润的，展示出长期护城河的企业。

b) 美股投资

- i. 业绩截至日期改为12月31日，主要因为美股投资将于2026年起公布审计报告，以增加净值透明度
- ii. 过去7年3个月，净值年复合增长率13.9%，高于标普500约1.5%。但2025年我们的净值下降0.2%，大幅低于指数，也是成立以来最差的相对表现。组合投资的部分企业受短期负面消息影响，买了初期会有较大的波动或亏损，这很常见，但只要长期盈利前景和护城河稳定，如2018年

股东信中说的，我们不会控制任何一个月或一年的收益或相对表现。我们的目标是长期优异的结果，只要投资的企业长期盈利前景没有恶化就行。

2. 分享两个今年对投资的理解

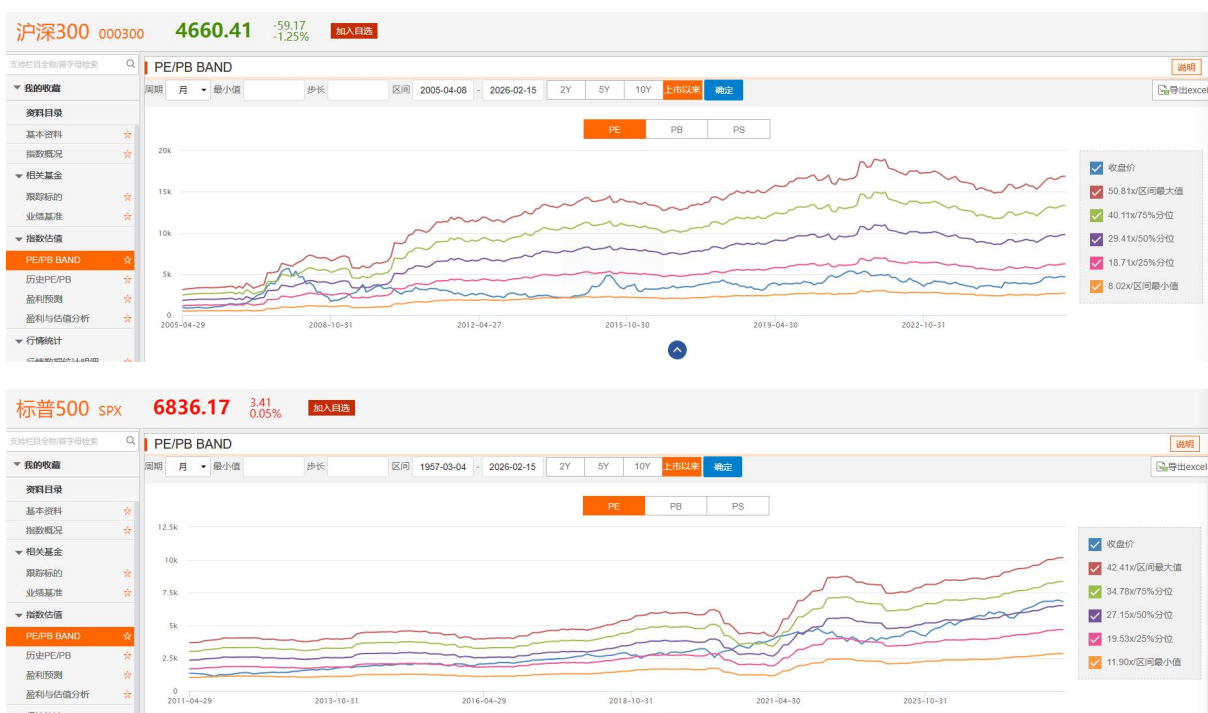
a) 投资收益来源：企业盈利增长 vs 估值回归

- i. 企业盈利增长：如果一家企业平均每年利润增长 10%，5 年利润就会增长 60%，10 年利润就能增长 160%，碰上好的企业如 costco，沃尔玛等，还可以继续增长几十年。
- ii. 估值回升：这部分依赖市场对公司未来盈利前景的预期，相对不可控，主要用来保障投资的低风险。由于我们通过研究可以确定企业内在价值的范围，当市场由于恐慌，估值显著跌落到内在价值之下，就形成了安全边际，保障我们至少不会因为买贵了损失钱。如果公司确实发生了估值回升，30%的安全边际可带来 43%的收益率

所以企业盈利的增长是我们首要的收益来源，大概率远超估值回升带来的收益率上限。我想这也是巴菲特说 "It's far better to buy a wonderful company at a fair price than a fair company at a wonderful price," 的原因。当然价格和安全边际永远重要。

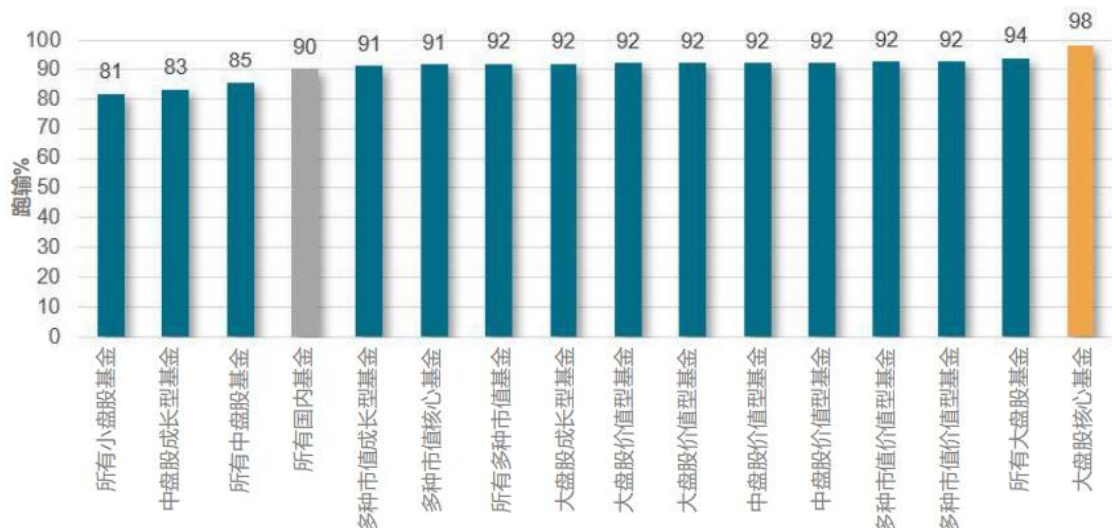
b) 现金的价值

持有现金，或者说投资现金，除了 2-3% 的存款收益率外，由于现金的本金不会随市场波动，因此现金也有帮我们抓住未来市场大跌时以便宜的价格买入优质公司的价值。由于市场估值越高，大跌风险越大，这个价值会随之而升高。下图为 15 年以上的沪深 300 和标普 500 的市盈率分位变化。在当前估值水平下，A 股的现金的额外价值不多，而美股的额外价值已处于近 15 年明显高位。



3. 之前合伙人信的内容摘要如下，有兴趣可以回看：
 - 1) 投资不应该区分所谓“价值股”，“成长股”，“赛道股”，最终都要看企业长期盈利增长和确定性，以及你付出的价格 - 2022 年股东信
 - 2) 警惕自我确认心里（自证循环），了解自己观点的局限 - 2021 年股东信
 - a) 芒格：“如果我想拥有一个观点，必须比我能够找到最聪明的反对这种观点的人还能反驳自己的观点，我才能配拥有这个观点。”。
 - 3) 选择和努力并重 - 2021 年股东信
 - a) 芒格：“在有鱼的地方钓鱼”、“如果一个问题被正确的理解了，那这个问题就已经被解决了一半”、“不了解历史的人在这个社会中就像在踢屁股比赛中被绑住了一只脚一样”。
 - 4) 指数基金以外的基金投资是个很难的事 - 2020 年股东信
 - a) 持有时间 3 年以下不建议买基金
 - b) 基金经理的投资能力难以判断
 - c) 销售费用，管理费用等长期会吃掉很多利润
 - d) 结果：根据道琼斯指数发布的 1992 - 2022 年的 30 年数据，所有类别的主动管理基金中，都有 80% 以上的基金跑输标普 500。

图表 1：主动型股票基金与标普 500 指数对比



来源：标普道琼斯指数有限公司，CRSP；Lipper。1992 年 12 月 31 日至 2022 年 9 月 30 日的的数据，与标普 500 指数（以美元计）的总回报率对比。有关所应用编制方法论的详细信息，请参阅标普道琼斯的 SPIVA 美国记分卡。过往表现并不能保证未来表现。附表仅供演示。

<https://www.spglobal.com/spdji/zh/documents/blog/indexology-a-spider-spins-a-spiva-special-zh.pdf>

5) 对价格的忽视，导致了短期部分行业股票的价格飞涨，比如美国的漂亮 50，2020 年的新能源。回头看，追高的下场很惨，行业风口过后不乏破产的例子。

- 2020 年股东信

6) 如何对投资做业绩评价 - 2019 年股东信

- a) 长期：投资是一辈子的事，所以短期业绩没有意义。真正需要在意的是 5 年，10 年，是从你投资开始至今总共赚了多少钱。不要被别人的短期炫耀干扰
- b) 完整：“我 xx 股票赚了多少钱”没意义，有意义的是你全部的投资，资产，总共赚了多少钱
- c) 现实中高收益与高风险不完全匹配，我的任务就是在长期几乎没有损失本金风险的情况下获得尽量高的收益。谨记巴菲特最重要的两条投资建议：
 - i. 永远不要亏钱
 - ii. 永远不要忘记第一条

7) 价格与价值 - 2018 年股东信

- a) 当有人让美国三大富豪之一的摩根先生对明年股市预测时，摩根说“它会波动”。
- b) 短期股市是个赌博机，而长期股市是称重机。

谢谢

王伟

2025 年 2 月 16 日