年报其语



伯克希尔股东大会实录

精选解读

https://nianbaoqiyu.com

1994—2025

版本、版权与使用说明

《伯克希尔股东大会实录｜精选解读》

作者丨年报其语

版本丨第二版 • V2.0

发布丨2026.11.14

本资料整理自“年报其语”过去公开发布的研究文章，仅供学习、研究与交流，不构成投资建议。部分内容保留原发布日期时的信息背景。欢迎个人保存、打印和分享完整 PDF。引用或转载请注明“年报其语”及下方官网地址。未经授权，不得去除署名、重新包装或商业销售。

市场有风险，任何投资决策均应由读者独立作出并自行承担责任。

年报其语

读年报，懂公司

从年报和长期数据出发，帮你看懂一家公司靠什么赚钱、现金去了哪里、资本有没有创造价值。先看生意，再看市场。

官方网站丨**https://nianbaoqiyu.com/**

全平台账号｜年报其语

微信公众号丨年报其语

关于这份档案

这份档案收录了“年报其语”关于伯克希尔股东大会、巴菲特和芒格的 140 篇研究文章，约 36 万字，覆盖 1994—2025。

它不是逐字实录。我更想留下那些值得反复研究的问题：什么是好生意，现金如何产生，资本如何配置，管理层是否值得信任，以及价格与价值应该怎样比较。

你不必从头读到尾。可以按年份、主题或关键词查找。我也把一家公司的长期经营整理成 OnePage 研究报告。

如何使用这份档案

01 | 按年份

从 1994—2025 的年份导航进入。

02 | 按主题

查找商业模式、现金流、资本配置、估值、管理层等问题。

03 | 直接搜索

使用 PDF 全文搜索，例如：回购、Owner Earnings、GEICO、折现率。

在线阅读 → **https://nianbaoqiyu.com/berkshire/**

下一页 | OnePage 样例

一张完整的 Coca-Cola OnePage。
看看一家公司的长期经营、现金流和资本配置等，如何被整理进一页。

更多公司 → **https://nianbaoqiyu.com/onepage/**

可口可乐 KO

最新市值	最新股价	账面价值	P/E倍数	P/FCF倍数	股息收益率
411.6B	95.67	7.48	31.5x	77.7x	2.2%

现金如何产生 | 业务链条

品牌→每日约2.2B杯，系统销量33.8B标箱（持平）；无糖可乐销量+14%。

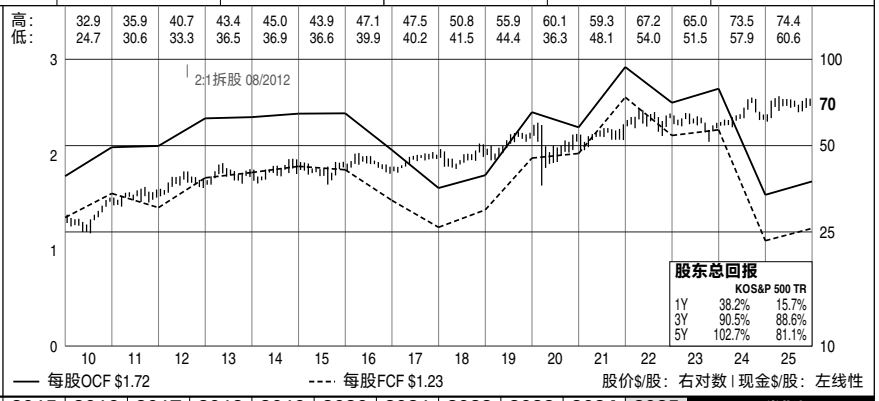
装瓶商执行：前五大占销量44%；浓缩液业务占销量85%／KO收入59%。

KO收入：浓缩液销量+1% + 价格/组合+4%→有机增长+5%→报告FCF $5.30B*。

分部收入 | FY25

营收	$B	占比	同比	2Y CAGR
欧洲/中东/非洲	10.83	22.6%	5.4%	3.3%
拉丁美洲	6.33	13.2%	-2.2%	4.2%
北美	19.58	40.8%	3.8%	7.4%
亚太	5.33	11.1%	3.9%	5.2%
装瓶投资	5.73	11.9%	-7.9%	-14.6%
总部*	.14	.3%	30.9%	1.4%
合计	**47.94**	**100.0%**	**1.9%**	**2.4%**

*总部不是经营分部；FY23-25已重述。



价值创造	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	年报其语 6类指标	单位
品牌投入 广告$5.4B（收入约11.3%）→33.8B标箱。无糖可乐销量+14%；品牌ROI：ND。	35119	46542	48017	46854	45998	44294	41863	36212	34300	37266	33014	38655	43004	45754	47061	47941	**营收**	$M
	13.3%	32.5%	3.2%	-2.4%	-1.8%	-3.7%	-5.5%	-13.5%	-5.3%	8.6%	-11.4%	17.1%	11.3%	6.4%	2.9%	1.9%	**营收同比**	%
	63.9%	60.9%	60.3%	60.7%	61.1%	60.5%	60.7%	62.1%	61.9%	60.8%	59.3%	60.3%	58.1%	59.5%	61.1%	61.6%	**毛利率**	%
	8413.0	10173	10779	10228	9708.0	8728.0	8626.0	7755.0	9152.0	10086	8997.0	10308	10909	11311	9992.0	13762	**营业利润**	$M
	24.0%	21.9%	22.4%	21.8%	21.1%	19.7%	20.6%	21.4%	26.7%	27.1%	27.3%	26.7%	25.4%	24.7%	21.2%	28.7%	**营业利润率**	%
↓ **两条业务路径**	11787	8584.0	9019.0	8584.0	7098.0	7351.0	6527.0	1248.0	6434.0	8920.0	7747.0	9771.0	9542.0	10714	10631	13107	**净利润**	$M
	33.6%	18.4%	18.8%	18.3%	15.4%	16.6%	15.6%	3.4%	18.8%	23.9%	23.5%	25.3%	22.2%	23.4%	22.6%	27.3%	**净利率**	%
浓缩液 系统销量85%／KO收入59%；价格与装瓶商收入联动。	9532.0	9474.0	10645	10542	10615	10528	8796.0	7041.0	7627.0	10471	9844.0	12625	11018	11599	6805.0	7408.0	**OCF**	$M
	27.1%	20.4%	22.2%	22.5%	23.1%	23.8%	21.0%	19.4%	22.2%	28.1%	29.8%	32.7%	25.6%	25.4%	14.5%	15.5%	**OCF/营收**	%
	.8x	1.1x	1.2x	1.2x	1.5x	1.4x	1.3x	5.6x	1.2x	1.2x	1.3x	1.3x	1.2x	1.1x	.6x	.6x	**OCF/净利润**	x
成品饮料 销量15%／收入41%；需更多实体生产资本。	2215.0	2920.0	2780.0	2550.0	2406.0	2553.0	2262.0	1750.0	1548.0	2054.0	1177.0	1367.0	1484.0	1852.0	2064.0	2112.0	**现金PP&E**	$M
	23.2%	30.8%	26.1%	24.2%	22.7%	24.2%	25.7%	24.9%	20.3%	19.6%	12.0%	10.8%	13.5%	16.0%	30.3%	28.5%	**PP&E/OCF**	%
	7317.0	6554.0	7865.0	7992.0	8209.0	7975.0	6534.0	5291.0	6079.0	8417.0	8667.0	11258	9534.0	9747.0	4741.0	5296.0	**FCF(OCF-PPE)**	$M
	20.8%	14.1%	16.4%	17.1%	17.8%	18.0%	15.6%	14.6%	17.7%	22.6%	26.3%	29.1%	22.2%	21.3%	10.1%	11.0%	**FCF/营收**	%
↓ **系统检验** 前五大占销量44%。装瓶投资占KO资本支出25.9%；装瓶商回报/终端有货率：ND。	2511.0	977.00	1535.0	353.00	389.00	2491.0	838.00	3809.0	1263.0	5542.0	1052.0	4766.0	73.00	62.00	315.00	461.00	**收购及投资***	$M
	26.3%	10.3%	14.4%	3.3%	3.7%	23.7%	9.5%	54.1%	16.6%	52.9%	10.7%	37.8%	.7%	.5%	4.6%	6.2%	**收购投资/OCF***	%
	380.00	354.00	259.00	227.00	209.00	236.00	258.00	219.00	225.00	201.00	126.00	337.00	356.00	254.00	286.00	279.00	**股权激励费用**	$M
	4.0%	3.7%	2.4%	2.2%	2.0%	2.2%	2.9%	3.1%	3.0%	1.9%	1.3%	2.7%	3.2%	2.2%	4.2%	3.8%	**SBC/OCF**	%
	2961.0	4513.0	4559.0	4832.0	4162.0	3564.0	3681.0	3682.0	1912.0	1103.0	118.00	111.00	1418.0	2289.0	1795.0	746.00	**现金回购**	$M
	31.1%	47.6%	42.8%	45.8%	39.2%	33.9%	41.8%	52.3%	25.1%	10.5%	1.2%	.9%	12.9%	19.7%	26.4%	10.1%	**回购/OCF**	%
↓ **现金循环** FCF $5.30B；剔除fairlife付款约$11.4B*，非正常化。广告已计入OCF，不重复扣减。	4068.0	4300.0	4595.0	4969.0	5350.0	5741.0	6043.0	6320.0	6644.0	6845.0	7047.0	7252.0	7616.0	7952.0	8359.0	8779.0	**现金股息**	$M
	42.7%	45.4%	43.2%	47.1%	50.4%	54.5%	68.7%	89.8%	87.1%	65.4%	71.6%	57.4%	69.1%	68.6%	122.8%	118.5%	**股息/OCF**	%
	19.8%	17.1%	16.9%	14.6%	13.8%	12.4%	13.3%	2.9%*	14.5%	16.2%	13.4%	15.0%	16.6%	17.3%	14.5%	18.8%	**基础ROIC***	%
	42.2%	27.4%	28.0%	26.0%	22.4%	26.3%	26.9%	6.2%	37.8%	49.6%	40.5%	46.2%	40.5%	42.8%	41.9%	46.0%	**ROE**	%
	19.5%	11.3%	10.9%	9.8%	7.8%	8.1%	7.4%	1.5%	7.6%	10.6%	8.9%	10.8%	10.2%	11.2%	10.7%	12.8%	**ROA**	%
	4583.0	4526.0	4469.0	4402.0	4366.0	4324.0	4288.0	4259.0	4268.0	4280.0	4302.0	4325.0	4328.0	4308.0	4302.0	4302.0	**发行在外股数**	M sh
每股检验 每股FCF $1.23；股数约持平。股息$8.78B；可持续现金须覆盖分配。	7.66	10.28	10.74	10.64	10.54	10.24	9.76	8.50	8.04	8.71	7.67	8.94	9.94	10.62	10.94	11.14	**每股营收**	$/sh
	2.53	1.85	1.97	1.90	1.60	1.67	1.49	.29	1.50	2.07	1.79	2.25	2.19	2.47	2.46	3.04	**稀释EPS**	$/sh
	2.08	2.09	2.38	2.39	2.43	2.43	2.05	1.65	1.79	2.45	2.29	2.92	2.55	2.69	1.58	1.72	**每股OCF**	$/sh
	.48	.65	.62	.58	.55	.59	.53	.41	.36	.48	.27	.32	.34	.43	.48	.49	**每股现金PP&E**	$/sh
	1.60	1.45	1.76	1.82	1.88	1.84	1.52	1.24	1.42	1.97	2.01	2.60	2.20	2.26	1.10	1.23	**每股FCF**	$/sh
	.88	.94	1.02	1.12	1.22	1.32	1.40	1.48	1.56	1.60	1.64	1.68	1.76	1.84	1.94	2.04	**每股宣告股息**	$/sh
	11.2x	18.0x	18.8x	20.9x	25.5x	24.7x	29.2x	152.9x*	30.3x	24.6x	27.9x	24.0x	28.2x	24.2x	26.0x	22.8x	**平均P/E**	x
	4.9%	4.1%	4.9%	4.4%	4.5%	4.3%	3.7%	2.7%	3.0%	3.6%	3.7%	4.4%	3.5%	3.8%	1.8%	1.8%	**FCF收益率**	%
	2.7%	2.7%	2.8%	2.7%	2.9%	3.1%	3.4%	3.2%	3.3%	2.9%	3.0%	2.8%	2.8%	3.1%	3.1%	2.9%	**股息率**	%

核心经营指标

指标	FY21	FY22	FY23	FY24	FY25
系统销量B	31.3	32.7	33.3	33.7	**33.8**
销量增速	8%	5%	2%	1%	**0%**
浓缩液销量增速	9%	5%	2%	2%	**1%**
价格/组合	6%	11%	10%	11%	**4%**
无糖可乐增速*	DD*	11%	5%	9%	**14%**
浓缩液销量占比	83%	82%	83%	85%	**85%**

复合年增长率 | CAGR

	1Y	3Y	5Y	10Y	15Y
营收	1.9%	3.7%	7.7%	.8%	2.1%
营业利润	37.7%	8.1%	8.9%	4.7%	3.3%
净利润	23.3%	11.2%	11.1%	6.0%	.7%
OCF	8.9%	-12.4%	-5.5%	-3.5%	-1.7%
FCF	11.7%	-17.8%	-9.4%	-4.0%	-2.1%
稀释EPS	23.6%	11.6%	11.2%	6.2%	1.2%
每股FCF	11.7%	-17.6%	-9.4%	-4.0%	-1.7%

财务状况 | $B

	FY21	FY22	FY23	FY24	FY25
总资产	94	93	98	101	105
总负债	69	67	70	74	71
净资产	25	26	27	26	34
市值*	256	275	254	268	410
现金及短投	11	11	12	13	14
负债/资产	73.7%	72.2%	71.9%	73.8%	67.3%

现金分配： FY16-25 OCF $93.23B − PPE $17.67B = **FCF $75.56B。** 股息 $72.86B + 回购 $16.86B = **分配率 118.7%。** 余数-$14.15B尚未计入其他投资/融资；fairlife已在OCF扣除。

净股数变化： FY15 为 4 , 324M → FY25 为 4 , 302M（-.5%）。FY25约数：期初4,302M，员工发行+9M、回购 -9M，期末 **4 , 302M。** 回购/FCF 14.1%；净债务$31.62B。回购现金不等于净减股数。

定价须经需求检验。销量持平；价格/组合+4%含组合效应。北美销量-1%、墨西哥-4%：须观察可负担性，不能将收入变现直接等同于护城河增强。

装瓶商也须获得回报。前五大占销量44%。装瓶投资销量-8%，剔除结构变化后持平。再特许经营改变KO边界；伙伴回报是否改善仍待验证。

持续投入品牌。广告$5.1B→$5.4B（收入约11.3%）；无糖可乐+14%。两者均不能证明品牌ROI。若销量转弱且品牌支持缩减，护城河将受考验。

区分基数效应与经营进步。营业利润+37.7%含其他费用减少$2.90B。公司可比利润率30.0%→31.2%为非GAAP口径；全部加回费用不等于正常化盈利。

现金诊断不等于常态FCF。FCF $5.30B已扣fairlife经营付款约$6.1B；剔除后约$11.4B并非正常化。FY24 IRS款项$6B仍有风险，不预设退还。

检验收购回报。FY24-25 BODYARMOR减值$1.72B；fairlife付款$6.17B是真实资本成本。独立FCF/IRR：ND；核心品牌强大不证明并购回报。

FY10-25；FY25分析；评级未评，无估值。EPS/FCF取FY25（非TTM）。收购/投资*含业务、权益法及非流通投资。
标箱为装瓶商成品销量，非直接消费；DD*=FY21无糖可乐双位数增长；标箱及百分比均为约数。
现金桥：FY25 FCF $5.30B + fairlife付款约$6.1B = 约$11.4B，非正常化；FY24 IRS款$6B仍有风险。
ROIC*：经营租赁已剔除；融资租赁已计入，不另行加回。FY17税改ETR 81.4%、EPS $0.29；保留GAAP报告值。
市值*：FY21-24末；FY25按2026年10月22日价x2025年12月31日股数。首行：2026年11月6日价x2026年10月26日股数。现金/股按年末。
来源：SEC 10-K及公司资料；市场数据见文内。计算与呈现：年报其语。
© 2026 年报其语。保留所有权利。

年报其语

目录 I | 年份导航

按股东大会年份进入文章；无收录年份仍保留在完整时间轴中。

年份 / 部分	文章数	起始页
特别开篇	3	13
1994	5	24
1995	8	39
1996	13	61
1997	11	102
1998	15	143
1999	8	196
2000	8	220
2001	8	249
2002	5	277
2003	6	300
2004	3	322
2005	4	333
2006	3	347
2007	6	358
2008	4	377
2009	3	389
2010	2	399
2011	3	406
2012	4	416
2013	1	429
2014	3	434
2015	2	444
2016	—	—
2017	1	452
2018	4	456
2019	1	470
2020	1	474
2021	3	478
2022	—	—
2023	—	—
2024	—	—
2025	2	486

目录 II | 主题索引

本索引按研究问题整理。同一篇文章可在两个相关主题下出现，正文仅保留一份。

1 企业生意模式与竞争优势

1.1 品牌、心智份额与定价权

为什么巴菲特说“心智份额”比“市场份额”更重要？	1996	84
为什么巴菲特说麦当劳打不过可口可乐？	1996	95
巴菲特在 2000 年详细解读，如何通过“心智份额”判断价值！强烈推荐收藏	2000	230

1.2 商业模式与护城河

什么是护城河？为什么好的生意模式更重要？	1995	42
巴菲特在 1998 年阐述麦当劳和冰雪皇后的商业模式	1998	193
巴菲特再谈风险和护城河	2000	227
为什么巴菲特说，竞争优势比短期利润更重要	2000	238
如何把“低成本”做到极致？巴菲特解读 GEICO 的竞争优势和运营哲学	2000	245
如何理解“买股票就是买生意”？把这 1 个概念吃透，你就超过了 80%的股民	2001	252
巴菲特是如何从“捡便宜”，转为“买好生意”的？	2001	272
巴菲特用 7 个案例口述，如何建立经济护城河，强烈推荐！	2002	286
定价权的颗粒度：那 10 美分的生死线	2005	340
巴菲特：“买股票就是买公司”的另一种解释	2008	383

1.3 行业竞争与商业前景

巴菲特：关于烟草业和鞋业的未来考虑	1994	26
为什么巴菲特愿意购买那些根本不会增长的公司？	1994	32
为什么迪士尼也要做流媒体？看懂这 1 个原创资产逻辑背后，3 年 8 倍的复盘	1997	121
为什么巴菲特说航空公司是个烂生意？看懂这 1 条疯狂花钱的逻辑，避开本金归零的陷阱	1998	185
为什么巴菲特说“发现一个伟大的行业，并不能保证你一定能赚钱”	1999	196

1.4 轻资产与高回报生意

巴菲特和芒格心中的理想生意	2003	315
巴菲特和芒格最喜爱的生意类型是什么？	2011	406
巴菲特：我们一生努力寻找的好生意是……	2018	467
用好生意的标准，完结伯克希尔股东大会解读	2025	486

2 财务质量、现金流与资本回报

2.1 现金流与资本支出

为什么巴菲特愿意购买那些根本不会增长的公司？	1994	32
巴菲特 1998 年再次亲述：“最好的生意是每年给你越来越多的现金，而不付出任何或者很少代价。”（附 3 个详细案例解读）	1998	165
如何构建你自己的“伯克希尔”模式？从建立你自己的现金流开始	2001	262
巴菲特算账法：从每天喝水量推导现金流	2005	333
巴菲特：低运营资金和浮存金，是我们的最爱	2010	403

2.2 财报与会计质量

为什么说看不懂的财报就扔掉？	1995	52
为什么芒格说“少花钱”是个小问题，却成为了阻碍 80%年轻人跨越阶层的最大那堵墙？	1998	174
为什么巴菲特宁买高价股也不碰便宜货？揭秘 “便宜无好货” 的财务真相	1998	178
为什么你看不懂财报也没关系？掌握 3 个核心数据，胜过学会计	1999	204
巴菲特 1986 年解读会计思维：商业实践优先	2003	300
巴菲特：有些利润是变出来的，财报到底该怎么看？	2005	343
巴菲特：如何通过财务报表，判断管理层好坏	2007	371
伯克希尔：内在价值和账面价值的判断标准	2017	452
巴菲特：商业价值和会计处理是两回事	2018	456

2.3 资本回报与经营指标

为什么巴菲特说 20%的 ROE 只是“会计幻觉”？	1996	92

3 内在价值、估值与安全边际

3.1 估值指标与价格比较

格雷厄姆最重要的三大投资原则与用什么方法没有关系？	1995	45
为什么巴菲特说他不按“几倍 PE”买股票？	1995	58
为什么把公司当“自家生意”看，估值瞬间就清晰了？	1996	61
为什么巴菲特不卖股票却劝你别买？看懂这 1 点让你少交学费	1996	98
为什么 20 年多前的巴菲特问答依然有效？因为人性从未改变，贪婪与恐惧依然主宰市场	1998	143
为什么巴菲特认为“可预测性”是估值第一步？筛掉 90%无法预测的公司，你就赢了	1998	162
审计师：50 倍 PE 是死穴，这 100%指标才是真底牌	2006	351
巴菲特：估值其实是道选择题	2007	374

3.2 内在价值与现金流折现

巴菲特：企业的内在价值到底怎么计算？	1994	35
伯克希尔哈撒韦成功，唯一公开的秘密	1995	39
为什么“理解越深刻，估值越简单”？	1996	65
巴菲特和芒格在 1997 年对“内在价值”和“筛选标准”的经典解读！强烈推荐大家再读 1 次	1997	115
为什么巴菲特选无风险利率折现？学会这 1 个简单逻辑，估值不再是玄学。	1997	128
为什么巴菲特说 CAPM 是无稽之谈？因为他们沉迷“公式”，而忽略了“生意”本身	1998	190
价值，还是成长？	2000	220
如何 1 天内想通价格与价值的关系？	2000	235
巴菲特：内在价值非常重要，也非常模糊。必须将未来竞争的加剧，提前考虑在内	2003	312
巴菲特：这就是内在价值和生意的全部	2007	368
巴菲特的低估信号：净资产的 120%	2014	434
伯克希尔：内在价值和账面价值的判断标准	2017	452

3.3 安全边际与买入价格

为什么买得便宜才是硬道理？普通投资者只需做对这 1 件事就能赢	1997	102
为什么巴菲特说 9800 磅卡车过桥理论，能解决你 100%的估值纠结症？	1997	124
为什么“买得便宜”能解决 99%的心态问题？这 1 条安全边际铁律，是你账户的定海神针	1998	153
巴菲特自述，当年如何捡了中石油的便宜	2004	322
巴菲特：某些情况下，可以不需要太多安全边际	2007	361
巴菲特：我是如何评估企业和使用安全边际	2010	399
巴菲特：生意再好，买贵了，结果也不见得好	2019	470

4 资本配置与股东回报

4.1 留存、分红、回购与股东回报

公司是否该发股息？巴菲特的核心逻辑与实用启示	1995	47
为什么“到手 1 元”比“留存 1 元”更好？	1996	71
为什么 99%的人学不了巴菲特？因为格雷厄姆的理念给不了你“一夜暴富”的希望	1997	132
巴菲特：复利，是如何体现在伯克希尔上的？	2007	364
巴菲特：投资苹果的原因和对回购的看法	2018	460
股票回购，是财富积累的一道门槛	2021	478

5 投资决策、机会成本与组合选择

5.1 机会成本与标的取舍

巴菲特：100%格雷厄姆+100%费雪	1995	49
为什么巴菲特和芒格选股只需 30 秒？《Value Line》的使用方法，让你搭建自己的思维框架！强烈推荐收藏	1998	156
巴菲特和芒格在 1998 年教给年轻人的投资课：“如何选择一只股票？”	1998	169
巴菲特在 1999 年谈中国的投资机会	1999	199
巴菲特在 1999 年回答，如何赚到 300 亿	1999	210
巴菲特亲述，小资金如何赚取 50%+的收益率（2001 年股东大会现场问答）	2001	256
为什么巴菲特和芒格的收益率门槛是 10%？	2003	319
逼出 AI 极限后，我找到了比炒股更赚的事	2005	337
巴菲特：我们不会只根据\"数字\"购买任何公司	2013	429
巴菲特：我们一生努力寻找的好生意是.....	2018	467

5.2 筛选与买卖标准

格雷厄姆最重要的三大投资原则与用什么方法没有关系？	1995	45
为什么你总是“有钱时没机会，有机会时没钱”？	1996	78
为什么芒格说“机会成本”能筛掉 98%的烂股票？学会这 1 招“比着买”的艺术	1997	139
为什么 99 岁的芒格还在买煤炭？看懂这 5000 万美元的绝唱，读懂逆向投资的灵魂	1998	148
为什么巴菲特说，医药股“我们搞砸了”	1999	202
巴菲特 1999 年，复盘可口可乐的投资思考，提了 4 个要点	1999	207
巴菲特：“卖掉麦当劳，是一个糟糕的决定。”	1999	213
巴菲特解答，如何判断买入/卖出逻辑？	2002	277
芒格如何让巴菲特放弃烟蒂，转向伟大公司？	2003	305
巴菲特：看透事实的 8 个字，AI 算不出来	2006	355
巴菲特：五分钟做不出决定，五个月后也不行	2008	387
芒格：我们为什么投资比亚迪	2009	393
巴菲特：我不抄底，但我知道什么时候赚钱	2009	396
巴菲特：我过去犯的错，收购衰落的企业	2012	420
巴菲特和芒格：很多事我们不做，但我们能赢	2012	422
投资拼的不是方法，而是自己独有的盈利空间	2015	444
我们成功浪费了巴菲特 2 分钟的时间	2025	489

5.3 集中、分散与组合选择

为什么芒格反问：“巴菲特走了，可口可乐就会卖不动吗？”	1996	68

为什么你总是“想买又不敢买”？（因为你根本“不懂”）	1996	74
为什么他只重仓 4 只股？大师的极简投资法	2004	328
巴菲特的真心话：小资金的投资者，有太多更好的股票选择，收益也会更好	2008	380

6 市场波动、风险与投资心理

6.1 市场先生与价格波动

巴菲特：投资中最重要的两个点	2008	377
巴菲特：利用市场先生，是查理和我发财的秘密	2012	416

6.2 投机、泡沫与预测

我们做投资决策的方法，依然和 30、40 年前一样，而且我们不预测	1994	29
为什么说泡沫是人性造成的？警惕这 1 种“被股价迷惑”的非理性繁荣	1997	112
投资，还是投机	2000	224
巴菲特再解释，投资不是比谁做得更难	2000	242
为什么巴菲特劝你，别太相信“15%的高增长率”	2001	259
巴菲特 2002 年解释，如何定义投资？	2002	297
为什么巴菲特和芒格，反对预测高增长率	2004	326
为什么巴菲特和芒格讨厌预测？	2011	413
巴菲特：我们不会去研究如何靠短期交易赚钱	2021	483

6.3 投资心理与情绪

为什么 20 年多前的巴菲特问答依然有效？因为人性从未改变，贪婪与恐惧依然主宰市场	1998	143
为什么芒格说“总是反着想”？这 1 个逆向思维，能帮你避开股市里 99%的大坑	1998	146
为什么巴菲特年轻时放弃了画图表？看懂这 1 点，治好你的焦虑	1998	182
巴菲特罕见的翻车事件	2014	437

6.4 风险定义与安全边界

为什么买得便宜才是硬道理？普通投资者只需做对这 1 件事就能赢	1997	102
为什么巴菲特宁愿放弃 10 倍股也不买？警惕这 1 类高风险的道德黑天鹅	1997	109
为什么巴菲特说 CAPM 是无稽之谈？因为他们沉迷“公式”，而忽略了“生意”本身	1998	190
巴菲特再谈风险和护城河	2000	227

7 管理层、企业文化与治理

7.1 伯克希尔组织结构

伯克希尔哈撒韦的本质是什么？	1994	24
巴菲特谈伯克希尔的文化继承：信息处理能力	2021	481

7.2 文化、接班与治理

阿贝尔为何能成为巴菲特的接班人？	2020	474

7.3 管理层品质与授权

为什么芒格反问：“巴菲特走了，可口可乐就会卖不动吗？”	1996	68
巴菲特：如何通过财务报表，判断管理层好坏	2007	371

8 能力圈、阅读与长期学习

8.1 学习方法与投资教育

如何读懂巴菲特？从 2001 年的 1 场问答开始，重塑你的“成长观”	2001	249
为什么巴菲特和芒格总说，商学院在教授投资方面有很大缺陷	2001	266
巴菲特：同样 100 万，我们能比以前干得更好	2012	426
孩子问你怎么赚钱，你不知道该怎么回答？看看巴菲特和芒格的观点。	2014	441
巴菲特和芒格再聊：投资不需要高深的学问	2018	463

8.2 能力圈与独立思考

为什么我们更应该向自己发问？	1996	82
为什么芒格说“少花钱”是个小问题，却成为了阻碍 80%年轻人跨越阶层的最大那堵墙？	1998	174
为什么我劝你，适时按下投资的“暂停键”？巴菲特解读何为正确的投资理念	2001	269
巴菲特的建议，如何成为一个伟大的投资者？	2002	281
巴菲特和芒格，从 3 方面解读如何判断能力圈	2002	292
逼出 AI 极限后，我找到了比炒股更赚的事	2005	337
巴菲特：看透事实的 8 个字，AI 算不出来	2006	355
巴菲特：我只教两门课.....	2009	389

8.3 阅读年报与企业研究

为什么投资不需要太多数学知识？	1995	55
为什么“找到自己的小宇宙”比复制巴菲特和大道更重要？	1996	87

为什么阅读对普通人很有用？	1996	89
为什么巴菲特只需 5 分钟做决定？背后这 1 个 40 年的笨功夫让你汗颜	1997	106
巴菲特给的人生建议：“做自己喜欢的事会成功。”	1997	136
为什么芒格说“总是反着想”？这 1 个逆向思维，能帮你避开股市里 99%的大坑	1998	146
为什么巴菲特和芒格选股只需 30 秒？《Value Line》的使用方法，让你搭建自己的思维框架！强烈推荐收藏	1998	156
为什么巴菲特买可口可乐是从读公司年报开始？他 60 多岁每年读几百份年报，你却在刷抖音	1998	159
巴菲特和芒格在 1998 年教给年轻人的投资课：“如何选择一只股票？”	1998	169
巴菲特聊会计和金融入门	1999	216
为什么巴菲特说，阅读是普通人投资的起点	2003	308
芒格：毁掉一个精英最快的方法，是逼他补短板	2006	347
巴菲特：19 岁读的这本书，我用了一辈子	2007	358
持续阅读，是稳赚不赔的长期个人投资	2011	409
巴菲特：我们不会只根据\"数字\"购买任何公司	2013	429
出身决定大部分的命运，但不是成功的基石	2015	448

SPECIAL OPENING | 特别开篇

三篇独立开篇文章

01

60 年前的巴菲特，是如何看财报的？

从登普斯特案例看，读财报不能只看总资产，还要看存货、应收、负债和可变现资产如何改变资产质量。

第 14 页

02

《证券分析》：巴菲特、芒格先生是如何读公司年报的？看的内容有哪些？

先读业务与管理层讨论，再看财务报表；结合同业年报比较，以持续阅读建立自己的判断。

第 19 页

03

如何在读财报的过程中发现公司潜在的欺诈行为？3 个建议

单一指标难以确认舞弊，应结合管理层诚信、准备金异常和跨期变化识别风险，并保持审慎。

第 22 页

60 年前的巴菲特，是如何看财报的？

主题丨特别开篇

原发布日期丨2025.06.21　　作者丨年报其语

以下信息出自于**巴菲特致股东的信（1961-1963 年）**，财报阅读的理论源自**本杰明·格雷厄姆的《证券分析》**。

从巴菲特早年分享的财报阅读中，可以明显看到公司账面价值对购入价格的影响——**买入低估的公司**。

让我们从 1961 年的登普斯特机械制造公司(Dempster Mill Manufacturing Co.)的财报说起。

1961 年，巴菲特以每股 28 美元的均价，购入了登普斯特机械制造公司的股票。到了 1962 年，已经总计持有 73%的股权。可是在过去十年，这家公司销售额增长停滞、存货周转率低、投入的资本根本没创造任何收益。

在 1961 年致股东的信中，巴菲特提到：

“在取得一家公司的控股权后，公司的资产价值就上升到了首要地位，股票这张纸的市场报价就没那么重要了。”

但具体来说，以上内容是如何反映在财报中的？我们又应该如何看待财报反映给我们的信息？

巴菲特在信中说：“由于当时完整的审计报告还没出来，**我估算了一些数字，最后得出登普斯特去年的价值是每股 35 美元**。”

关键是这个估算的过程，引用的就是本杰明·格雷厄姆的《证券分析》中，**资产负债表清算价值的考虑。**

以下是登普斯特机械制造公司 1961 年的财报结果。

一、1961 年的财报

1961 年 11 月 30 日（单位：千美金）

资产	账面价值	折价率	调整后估值	负债	
现金	166	100%	166	应付票据	1230
应收账款净值	1040	85%	884	其他负债	1088
存货	4203	60%	2522	负债合计	2318
预付费用	82	25%	21	净资产合计	4601
流动资产合计	5491		3593		
保单现金价值等	45	100%	45	净资产快速变现价值	2120
厂房设备净值	1383	拍卖估算	800	流通股数	60146 股
总资产合计	6919		4438	调整后每股价值	35.25 元

总资产 692 万美元，但是负债有 232 万美元，所以最终留给股东的净资产是 460 万美元。

但是，登普斯特机械制造公司的资产状况好吗？答案肯定是不好。

具体不好在哪些方面？这就是读财报的重点。

17 万美元的现金。明显的公司账上现金不多，这是一个不好的信号。

账上 420 万美元的存货。注意，存货如果积压过多卖不出去，相当于全部都是亏损，**这是 1961 年财报上最难的一点**。而存货想要清算，折扣会很大，所以可以看到巴菲特给出的折价率是 60%。

104 万美元的应收账款。应收账款只要收回钱就是现金，所以变现能力仅次于现金。但前提是不能有过多坏账，因为坏账是收不回来的，所以巴菲特给予的折价率是 85%。至少说明登普斯特机械制造公司的坏账率不高，应收款收不回来的风险不大。

138 万美元的厂房设备。这部分内容如果放在今天来看，折价率可能给不到 58%，除非厂房设备的状况特别良好。正常情况下，银行给予的工业厂房抵押率在 40%~50%左右。

692 万美元的总资产，折价下来也就 444 万美元。

但是，公司的负债有多少？232 万。

具体来讲，除非登普斯特机械制造公司能够把 104 万应收款全部收回来，凑上手上 17 万现金，还要把存货至少再卖出 1/3，还得把卖出的钱全部收回来。否则，这 232 万的负债，公司是还不起的。

于是，在这种清算价值下，折价后 444 万的总资产，在把公司所有债务偿还后，剩下的净资产就是 212 万。

公司流通股数是 60,146 股，算下来的每股账面净资产就是 35.25 元/股（212 万 ÷ 60146 股）。

而巴菲特买下的均价是 28 元/股。

这只是一个起点，关键是后续，查理·芒格推荐的哈里·博特尔(Harry Bottle)，**是如何将这家公司资产价值的提升体现在财报中的？**

这就要看 1962 年的财报了。

二、1962 年的财报

1962 年 11 月 30 日（单位：千美金）

资产	账面价值	折价率	调整后估值	负债	
现金	60	100%	60	应付票据	0
有价证券	758	1962 市值	834	其他负债	346
应收账款净值	796	85%	676	负债合计	346
存货	1634	60%	981	净资产合计	4077
保单现金价值等	41	100%	41	净资产快速变现价值	3125
预付款项	14	25%	4	加：CEO 潜在行权收益	60
递延税项	170	100%	170		3185
流动资产合计	3473		2766	流通股数	60146 股
其他投资	5	100%	5	加：CEO 潜在期权股份	2000 股
厂房设备净值	945	拍卖估算	700	总股份数	62146 股
总资产合计	4423		3471	调整后每股价值	51.26 元

单从总资产看，登普斯特机械制造公司的资产是减少了。1961 年是 692 万美元，而 1962 年只有 442 万美元。

但是，资产的质量却有了极大的变化，请大家注意看具体的变化细节。

6 万美元的现金。现金看似变少，但全部变成了持有的证券。

76 万美元的有价证券。按照 1962 年底的市值计算，变成了 83 万美元。

存货只剩下 163 万美元。同去年比下降了 61%，这意味着积压的存货大部分都被清理了。存货卖出后就会形成应收款，应收款收回后变成现金。

应收账款也减少到了 80 万美元。不管是卖存货的变现款，还是收回的应收款，全部优先用于偿还对外债务。

厂房设备微降至 95 万美元。说明哈里没有再继续资本投入，而且先清理现有的存货，理顺当下的生产过程。

注意，1962 年财报中最重要的一点是债务几乎被清空。

1961 年，总负债是 232 万美元。

1962 年，总负债只剩 35 万美元。

1962 年结束后，即便总资产的数字从 692 万美元下降到 442 万美元，但是公司的总价值却上升了。

为啥？

1962 年折价后的总资产是 347 万美元，但是账上的负债却只剩 35 万美元。**偿还负债后的账面净资产变成了 311 万美元，比 1961 年的 212 万美元多了 100 万，增长 50%。**

1962 年调整后的每股净资产提升至 51.26 美元/股。

我们对比下去年的财报成绩，调整后的每股净资产 35.25 美元/股，**光账面净资产就增加了 45%。**

这才仅仅过了 1 年的时间。

等来到 1963 年，登普斯特机械制造公司的财报简直就是开挂了。

三、1963 年的财报

1963 年 11 月 30 日（单位：千美金）

资产	账面价值	折价率	调整后估值	负债	
现金	144	100%	144	应付票据	125
有价证券	1772	1963/6/30 市值	2029	其他负债	394
应收账款净值	1262	85%	1073	负债合计	519
存货	977	60%	586	净资产合计	4582
预付款项	12	25%	3		
流动资产合计	4167		3835		
其他投资	62	100%	62	净资产快速变现价值	4028
厂房设备净值	872	拍卖估算	650	总股份数	62146 股
总资产合计	5101		4547	调整后每股价值	64.81 元

14 万美元的现金。现金不多，但是有价证券翻倍增长。

177 万美元的有价证券。按照 1963 年底的市值计算，变成了 203 万美元，比去年多了整整 120 万美元，同比增长 145%。

存货继续缩减至 98 万美元。别忘了，两年前公司的存货是 420 万美元。

应收账款 126 万美元。比去年稍微多了一点点，但是存货基本上快清理完了。

厂房设备继续降至 87 万美元。严格控制资本投入，换取公司收益最大化。

短短两年时间，哈里的做法就是，**尽力清空存货，将应收款收回后优先偿还所有债务，并将多余现金变成有价证券获取增值，在这基础上不再增加额外的资本投入。**

1963 年，公司折价后的总资产再次来到 455 万美元，和两年前的 444 万美元相差无几。但是，背后调整后的净资产却从两年前的 212 万美元，变成了 403 万美元。

也就是从 35.25 美元/股，提升至 64.81 美元/股，两年增长了一倍。

同时，公司财报上连续 2 年的变化，以及整体资产质量的提升，可以说是完全变了一家公司。

四、结语

以上，就是我们从巴菲特 60 年前致股东的信中，能够看到的财报阅读内容，以及公司资产质量提升的过程。

而这些方法的理论出处就是本杰明·格雷厄姆的《证券分析》——关于资产清算价值的考虑。**这些方法在现在阅读财报时依然在继续使用**。

唯一变化的是，在现在的二级市场中，几乎很难再找到股价低于账面净资产的优质公司了。

就酱吧。

《证券分析》：巴菲特、芒格先生是如何读公司年报的？看的内容有哪些？

主题丨特别开篇

原发布日期丨2025.09.26　　作者丨年报其语

关于怎么读年报这个问题，巴菲特和芒格先生在股东大会上回答的还是比较多了。

昨天刷巴菲特和芒格在股东大会上的回答锦集，有一段**关于巴菲特和芒格回答提问者读年报的具体内容**，我认真看完并回想了下我过去两年多学习看年报的详细过程，发现确实是这么回事。只不过，我是在读的过程中逐渐熟练起来的，刚开始也是很慢、不会抓重点，读得多了之后自然就开始思路清晰起来。

提问者的问题很明确就两个，而且指明是向巴菲特和芒格先生两位一起问：

- 你们**是怎么读年报的？**
- 你们**最关注年报中的哪些内容？**

我们一起来看下巴菲特和芒格先生的直接回答，然后我把我读年报的过程对应起来和大家一起分享下。

回答 1（巴菲特）：

“尽可能了解管理者想通过年报传达的信息，他是怎么想的，这一年的业务真正发生了哪些重要事项。”

读年报分两个大的部分，一个是财报部分，另一个是管理层讨论与分析部分。实际上，在读财报前是要先把管理层讨论与分析读完，之后再看财报会更容易和清晰一些，正如巴菲特所说，“在没有业务描述的前提下直接读财报，是啥也看到不懂的。”而合理的做法是，先把公司的业务介绍和管理层讨论与分析部分全部看完，再来说是否需要通过财报来考虑公司的资产状况、利润真实性以及盈利能力。

回答 2（巴菲特）：

“报告背后都有一个意图，如果是一份销售文件，我是不感兴趣的。”

这里面其实有一个很多朋友都纠结的点，那就是**读不读研报**。我以前也很喜欢读研报，因为有时候市场份额数据和业务细节数据不全，可能研报里会有一些调研或者从其他咨询公司拿到的数据细节。但读多了之后我也发现一个共性点，那就是大部分市场上流出的研报都是卖方研报，说白了更多的是为了销售。

而现在 AI 时代来了，大部分的数据通过 AI 都能够获取，所以这些研报的作用在被大幅度弱化。真正的一手信息，反而还是回到了公司年报上，读年报反而变成了一个最好的信息获取途径。

回答 3（巴菲特）：

“读年报前，我会先了解各个行业正在发生的事情，然后把同行业中所有公司的报告都看一遍。除非我把所有公司的报告看完，否则我也不知道自己的公司好不好。我想看到行业中所有公司的市场份额、利润和利润趋势。”

总结一下，就是做同业对比。光看一家公司的年报是不够的，最好的办法是把同行业中所有的公司一起看完。看完后很自然的能够大致上判断出这些公司竞争能力的强弱，不外乎要独立思考为什么最强的公司有这样的竞争优势？如何长期保持自己的竞争优势？为什么竞争对手抢不过自己等等。

其实大家可以想想看，我们真的在看一家公司之后，会再去读完所有竞争对手的年报吗？这个答案大概率是不会，至少据我所知极少数人会这么干。

回答 4（巴菲特）：

“读报告的作用帮助很大，帮助我理解整个行业正在发生什么。神奇的是，通过这些公开披露的外部信息，你就能在投资上做得非常好。你不必全部理解，只需要理解你正投资的就行。但是你必须自己做，因为没有人会帮你做。”

这个问题回答得很好，特别是最后一句话，“你必须自己做，因为没有人会帮你做。”现在很多喜欢看别人的总结，或者用 AI 帮自己总结。事实是，这个世界上没有任何人能够通过仅仅是看了一两句总结，就学会会一切的。在这之前你需要经历很多，除非你自己做到、觉到、悟到，否则你看到的一切都是别人的。学习公司、读年报也是一样，一个很简单的问题，你有亲自读过很多公司完整的年报并尝试理解其中的信息含义吗？

回答 5（芒格）：

“我发现即使是相对简单的业务，要读年报也要花很长时间，如果你真的试图理解它，那是很不容易的。”

这是芒格很重要的一个补充，**读年报是要花时间的**，而且想要尝试理解业务也是非常不容易的。光是花时间这一点，99%的人就已经被劝退了。

为什么？

看看上一个问题——**要想得到，是需要付出的**。而大部分的人仅仅是想通过“某种捷径”来缩短获取的过程。即便是像读年报这样的事情，也会想着“通过某种总结直接拿结论”，而不是自己亲自阅读并梳理自己的逻辑。但不幸的是，这恰好是独立思考的开始。直接拿结论，是靠别人投喂，是一件信手拈来的简单事，不需要思考；而说到要靠自己独立阅读并思考，就直接跳过了。

回答 6（巴菲特）：

“即使我们知道怎么读、读哪些内容，也需要花 45 分钟或 1 个小时来读年报。如果这个行业有 6-8 家公司，那就是 6-8 个小时。你了解企业的方式即使吸收与其相关的全部信息，思考并决定哪些重要哪些不重要，讲相关事项逐渐联系起来。”

巴菲特在阅读时间上给出了很明确的时间指导，**平均一份年报 45 分钟到 1 个小时**。这个时间我算过，即便是看 A 股或者港股的公司，在读一家新公司的最新年报时，我至少要花 2-3 小时才能大概搞明白这家公司的业务、财报和经营数据。如果是美股的公司，因为语言和信息披露内容更多，我可能要花 3-4 小时。

如果再加上同行业的 3-5 家公司，仅仅是基本了解一下这个行业的大概，可能两天时间就没有了，然后才会决定是否要继续读下去并深入研究。因为连巴菲特和芒格先生都要花这么长的时间去理解，我不相信普通投资者可以随随便便看一看就说自己理解了公司的业务。

就比如说，我之前看联合健康保险/UNH 的年报，从啥也不知道到开始大概理解这家公司的现金流产生来源和过程，花了 2 个月。这还仅仅是开始，因为我还没有详细了解过联合健康医疗保险业务的完整流程。即便是这样，联合健康近 10 年的年报和招股书，我也是大概读完之后，通过每一年的业务描述和经营数据变化，才了解到一些现金流产生的实质。

短短几分钟，巴菲特和芒格先生已经把读年报这个事说得非常清楚了，不外乎就 3 个事：

- **选好你的标的公司读年报**
- **同行业的所有公司的年报都要读**
- **花时间认真读完**

前两个点其实不难，难的是第三点——花时间认真读完。一说到要花时间了，要自己亲自动手一点点做了，有几个人会真的花时间做。

就酱吧。

如何在读财报的过程中发现公司潜在的欺诈行为？3 个建议

主题丨特别开篇

原发布日期丨2025.10.14　　作者丨年报其语

这个问题出现在伯克希尔哈撒韦 2013 年的股东大会问答环节，提问是：**“阅读财报时，是哪些东西让你觉得这些公司在进行欺诈？”**简单点说，这就是直接在问，我们在阅读公司的财报时，**怎么才能知道公司有舞弊的嫌疑**，或者**如何才能看出公司有财务造假的嫌疑**？我相信这个问题又是很多人想问的了，我们来看看巴菲特是如何回答的。

回答 1：（巴菲特）

“这些年变化很大，我们不能 100%或 80%的确定欺诈行为，但一些特定的欺诈会突然冒出来，他们也会暴露自己。我们收购了很多公司，但我们在收购公司时必须在一定程度上准确地评估我们收购背后的个人。但我们不认为我们可以准确地评估每个人。”

PS：

这个回答我觉得很中肯，因为我以前是干审计的，风险导向审计那一套我很清楚，所以我可以很负责任的告诉大家，**光靠一、两年的财报是极难随随便便就判断某家公司是否存在舞弊风险的**（在这儿我用的是【舞弊风险】，这是审计的专业术语，大家可能更喜欢直接点叫【做假账】），**顶多发现公司有些异常情况**。如果想通过发现的风险痕迹往下去追，是会遇到非常多的阻力的。没点责任心、正直感且细心的人，是很难往下去深挖的，因为造假的人会想方设法的阻止你。

所以很多人说可以通过阅读财报直接发现公司的舞弊行为，我不是很认可。这本身是一件很难的事，你顶多怀疑，但不见得能有确切证据。所以巴菲特在这儿明确说了他也不能准确判断，他和芒格更看重的是背后的人。我记得大道说过好公司的三大要点——right business、right people、right price。除了商业模式、价格合适外，就是背后经营的人一定要正直，这是基本前提。因为只有正直的人，才会不屑于造假。

回答 2：（巴菲特）

“但在查看财务报表时，例如在保险领域，我们确实看到了一些欺诈行为。它们偶尔会**用损失准备金做一些事情**，我们在财报中看到了这些行为。

但一些公司，当他们向公众发行股票之前的一两年，他们的**损失准备金会非常可疑地下降**，甚至当他们把股票卖给其他保险公司时，如果对方购买了这些股票，他们可能会需要**重新建立准备金**。

玩数字游戏的人，最终他们会暴露自己，但**我不能给你一张列有 40 个项目的清单**，或者你**在资产负债表或收入账户的注脚或附注中就能够寻找**的那种东西。”

PS：

这里巴菲特提到了一个会计操作的方法——损失准备金的计提。在《证券分析》中，格雷厄姆用了几个章节来说明利润表分析中出现的问题，一开始就说了利润表操作手法中最重要的一项就是**【准备金】**。这个准备金有很多，**本质上就是对资产的减值**，主要包括 6 大项：

- 存货减值准备（报表中叫存货跌价准备）
- 应收账款减值准备（报表中叫坏账准备）
- 固定资产减值准备
- 无形资产减值准备
- 各项投资减值准备
- 商誉减值准备

以上这些资产的减值，最终会反映到利润表的一个项目叫**【资产减值损失】**，这个科目被用来调节公司利润的使用频率是相当高的，所以巴菲特举了个例子来说明。

所谓的**【损失准备金下降】**，指的是减少当期或最近几期的准备金，准备金是利润的抵减项，准备金越低，公司当期的利润就越高。所以损失准备金下降的目的是**【提高利润】**，而提高利润可以提高公司的估值，也就是提高公司的股价。

所谓的**【重新建立准备金】**，就是直接扣减当期利润，使得公司的**【利润减少】**。

以上两个操作的一来一回。在发行股票前，通过降低准备金来提高利润，等股票卖出去之后再通过增加准备金把利润调回来。一增一减，利润本身的影响就被抵消了，但是管理层的意图（高价发行股票）也达到了。

最后，巴菲特和芒格也说了，“我不能给你一张列有 40 个项目的清单，或者你在资产负债表或收入账户的注脚或附注中就能够寻找你要的信息”。以前有很多人总是提醒我要特别小心附注或者一些注脚，确实有些敏感信息，公司为了减少影响，可能会以附注或者注脚小字的形式披露，原因是没几个普通投资者会这么细心的去看，甚至根本就不会看。但是，既然都能够直接披露出来了，那你们觉得这些信息真的就那么的重要吗？真正敏感的信息，是不会随意放出来的。即便是要披露出来，公司管理层和签字会计师可能都要 battle 好几个来回，措辞、造句、用语都会反复琢磨才有可能会放出来。

所以巴菲特和芒格回答这个问题是非常中肯的，我也顺带给大家分析一些经验：

1. 不要盲目相信读几本财报书就能财务避雷，这个是需要非常多的经验的，至少要有几年的财报阅读经验才行。一个会计专业毕业的研究生在会计师事务所干 2 年，都不一定搞得清楚财报背后的问题，何况没有专业知识的普通投资者。

2. 多读，还是多读。看不懂就慢慢看，多看几遍，多看几家公司。任何经验都是慢慢累积起来的，速成法是不存在的，你觉到的才是你的。

3. 多看公司年报，没啥捷径。大佬之所以是大佬，是因为他们有非常丰富的企业创办和经营经验。大佬说一句，我基本不看书就懂了，然后你也就不看书了，那我只能呵呵。巴菲特每天读年报和财报，芒格每天看书，那你看还是不看？要选择适合自己的方法去执行，如果经营经验不足，那就必须看书。

今天就这些了。

1994

伯克希尔哈撒韦的本质是什么？

主题丨管理层、企业文化与治理

原发布日期丨2025.10.17　　作者丨年报其语

伯克希尔哈撒韦股东大会问答，目前 B 站可以直接搜索的是 1994 年至今的视频。30 年问答合集中的精华内容还是很多的，不知道一年的时间能不能够全部看完并解读一遍，我们直接从 1994 年的开始。

今天 3 个答案的提炼：

- **收集好企业（Collection of businesses）**
- **独立思考**
- **不随意预测未来**

伯克希尔哈撒韦 1994 年股东大会问答环节**提问：**

“伯克希尔是什么？”

这个问题问得比较大，但巴菲特本人对这个问题的回答，可以很好的概括他和芒格关于投资的一切，我觉得非常的经典。

回答 1：（巴菲特）

“我们将伯克希尔哈撒韦视为——**企业收集者**。在理想情况下，我们拥有这些企业的全部所有权。我们比典型的经理人更倾向于购买企业的部分所有权，我们试图拥有一些一流的企业，并且把经营权力下放给管理层，查理？（我没啥可补充的）”

我翻译得可能不准，巴菲特的原话是——Collection of businesses。正如他的回答，伯克希尔哈撒韦本质上就是**把好企业的所有权收入囊中**，然后将经营权力下放给优秀的管理层。并且巴菲特也提到，伯克希尔哈撒韦比其他人更倾向于购买全部或是部分股权。

这个问题其实蛮有意思的，我们都知道一个道理——**买股票就是买企业**。实际上这和巴菲特及芒格阐述的【Collection of businesses】完全是一个意思，但为什么到了每个人那就变成了不同的理解？我之前也一直想不明白，为什么明明想持有一家优秀公司的股票，但为啥就是拿不住，甚至时不时都有想交易的冲动？

对于买股票就是买企业的这个说法，我是在突然一瞬间有了感悟，因为正常情况下我们**很难把股票和企业对等起来**，也就是股票≠企业。也许是因为我们每天买卖股票实在是太容易了，打开手机证券交易 APP，输入股票代码、股数和买卖价，就可以随时下单，只要有对应的买家和卖家且出价合适，系统就会自动匹配并成单，然后就有了所谓的盈亏，就这么简单。但假设我们真的买了一家企业，你能每天买卖企业吗？今天这个企业是我的，明天就是你的了，这在现实中是不可能的，但是买卖股票却可以。

这就是股票交易和企业经营之间的差异，一个是按秒计算，一个是按年甚至更长的时间来计算。从这个角度来讲，只有按【这个企业是我的】这种想法，才有可能长期持有下去，因为你要靠你自己的企业挣钱；如果你连自己的企业都不想要，你自然会把它卖出去。

回答 2：（巴菲特）

“我们不关注人们如何评价可口可乐的股票、吉列的股票，或者任何这些事情的评价。每天都有数以百万计的可口可乐股票在被交易，很多人卖，很多人买。你不应该根据别人的想法来做投资决策，如果你正在这样做，你应该考虑做别的事情。因为这不会让你致富，所以你只需要选择那些自己可以评估的企业。”

这个回答是对上一个答案的补充，只强调一个事就是**独立思考**。任何投资决策都是自己独立思考后的产物，盈亏的结果就是自己认知的变现。我记得大道多次回复过这种问题，类似的意思就是，如果你还在问别人到底该不该买某一只股票，那你最好别买。你问别人怎么投资、怎么估值、价格如何，本质上就是直接向别人要钱。

回答 3：（巴菲特）

“我和查理不读任何关于商业前景预测的东西，经济会怎么样，市场会怎么样。任何时候一些分析师对某些业务说这样或那样的话，它对我们没有任何意义，你不能靠风向标致富。”

芒格虽不预测，但他又是预言很准的一个智慧老头，说话又直又准又简短。我相信芒格先生不会在这些关键问题上撒谎，所以**我相信他们真的不会乱预测**。对于公司的理解，除了靠自己努力学习外，没有捷径。与其预测未来，不如思考优秀的公司是如何在困难中前行的，面对未知又是如何做准备的。

今天就这些了。

巴菲特：关于烟草业和鞋业的未来考虑

主题 | 企业生意模式与竞争优势

原发布日期 | 2025.10.19　　作者 | 年报其语

今天 3 个问答的提炼：

- **烟草行业的现金流比想象中更好，但受道德约束，未来不明确**
- **能力圈**
- **巴菲特谈不理解的行业**

伯克希尔哈撒韦 1994 年股东大会问答环节**提问：**

“您认为烟草行业这个现金流充沛的行业的商业前景如何？但考虑到这个行业的特殊性质，它对你有吸引力吗？”

烟草行业确实非常特殊，充满社会的道德问题。烟盒上提示吸烟有害健康，大部分公共场所标识禁止吸烟。但实际上抽烟这个问题是一个大问题，烟草的需求也一直摆在那。据我看过的公司年报，**烟草公司的定价权非常高**，在出货量减少的年份中，烟草公司都可以通过提高每箱烟草的出厂价来保护利润。加上烟草类商品是零售前端的纯现金生意，所以**这类公司的现金流极其的好**。

回答 1：（巴菲特）

“我并不比你知道更多，烟草业充满了与社会态度有关的问题，你可以像我一样对此形成意见，**但我不会把自己净资产的很大一部分投资于烟草行业。他们的未来可能比我想象的要好**，我不认为我对此有特别的见解，查理？”

芒格：“我没有补充。”

巴菲特强调说，你必须知道社会和政府对这个行业的看法，**企业的经济状况可能很好，但这并不意味着它有美好的未来。**

我们先说下烟草行业的经济状况为什么很好。以奥驰亚（Altria）公司为例，我是在 2024 年 4 月底前后看的奥驰亚年报，当时我详细看过公司的整体业务，最核心的业务就是万宝路香烟。至于公司的业绩，我们比较过去 15 年的数据：

营业变化。2010 年，奥驰亚营收 244 亿美元；2024 年，营收 240 亿美元。整整 15 年，奥驰亚每一年的收入几乎没有太大变动。

净利润变化。2010 年，奥驰亚净利润 39 亿美元；2024 年，净利润 113 亿美元，奥驰亚过去 15 年的净利润翻了 3 倍。**营收没变，利润涨 3 倍**。原因呢？注意看毛利率。

毛利率变化。2010 年，奥驰亚的毛利率 38%；2024 年，毛利率 60%。**通过不断涨价来提升毛利率**，奥驰亚的净利润也从 2010 年的 16%上升到 2024 年的 47%。

在这种不断涨涨涨的形势下，奥驰亚依然维持了巨额利润，可见烟草的上瘾性和需求粘性有多强。**在烟草行业这个例子中，我们可以非常直观地感受到【定价权】的作用**。即便营收不增长，依然可以获取巨大的利润增长空间。**最好的生意模式，就是拥有定价权。**

2024 年 4 月底，奥驰亚当时的股价是 40 美元/股上下，按照 2024 年 4 月底的股价计算，奥驰亚 2024 年的股息率达到 10%，之后奥驰亚的股价就开启了连续上涨模式。截至今天，奥驰亚的股价是 65 美元/股。如果持有到 2025 年底分红，得到的总收益率约 83%。（两年的股息 10%*2=20%；股价上涨 63%*）

总的来说，烟草行业肯定是一个挣钱的行业，但是道德的制约和健康的考虑在未来会如何？谁都说不清楚。

接下来，我们再看另外一个问题。

伯克希尔哈撒韦 1994 年股东大会问答环节**提问：**

“您之前提到伯克希尔的鞋业很棒，但其他鞋业就没那么好了。伯克希尔喜欢的全球品牌领先者公司们，有哪些不确定性？比如，可口可乐、吉列等。鞋类业务的全球品牌领先者是耐克和锐步，就长期竞争优势、商业经济消费者行为以及您在今年年报中提到的其他风险因素而言， 他们的不确定性是什么？”

这个问题巴菲特做了概括，”所以你是在问耐克和锐步的未来前景？”

鞋业是一个非常有争议性的行业，有些说好，有些说不好。但总的来说，几大体育服饰和鞋业的巨头在过去 4 年都遭受了大幅度的股价下滑，包括 Nike、Adidas 和安踏等。

回答 1：（巴菲特）

“是的，我对这些业务了解不多。**我不理解他们的竞争优势**，以及他们**在 10 年或 20 年内保持竞争优势的可能性**。但我想我理解布朗和德克斯特鞋业的情况，但这并不意味着我认为我们有更好的业务或任何东西。”

之后的几年，巴菲特承认对布朗和德克斯特鞋业的投资是一个错误的决定。也验证了他自己说的这句话，“不理解它们的竞争优势，不能判断未来 10~20 年如何保持竞争优势”。自己不理解的行业或者公司，最终会带来损失。我不知道这算不算巴菲特自己对**【能力圈】**这个概念的亲身示范，但我觉得值得我们思考并记住这个教训。不懂的就别碰了，这是最好的避免亏损的方法。

回答 2：（巴菲特）

“我认为我们有非常好的企业，**但我没有分析过耐克和锐步，我不确定我是否理解这两家公司**。坦率地说，**我认为它们比我们投资的公司更难理解**。但是对于某些人来说，它们可能很容易理解。有些企业比其他企业更容易理解，查理和我不喜欢困难的问题。我的意思是，如果有些东西很难弄清楚，我们宁愿乘以三，而是不乘以圆周率（3.1415926.....），这对我们来说更容易。”

我觉得巴菲特没说错，他和芒格可能真的很难理解耐克和锐步卖鞋的逻辑，是因为他们两不热爱打篮球、不追 NBA 球星。也印证了一个最简单的道理，投资必须建立在自己懂这个基础上，而且必须要简单。不过光懂还不够，还要能够判断公司未来 10~20 年能否持续保持自己的竞争优势，这个是业绩和增长的前提，否则公司拿什么支撑未来几十年的估值。

虽然我没有看过耐克的年报，但是我还是经历过 Nike 和 Adidas 的双雄年代。足球我不懂，但是篮球我是知道的。以篮球为例，在 2002 年前后，当时 NBA 球星的影响力其实很大了，喜欢打篮球的应该记得，那会儿是乔丹时代结束后最激烈的十年。中锋奥尼尔、姚明；大前锋加内特、邓肯、诺维斯基；锋位摇摆人麦迪；得分后卫科比、艾佛森；控卫基德、纳什、巴伦戴维斯。

但是，**有一个定律——中锋和大前锋不卖鞋**。这个原因其实很简单，大部分普通篮球爱好者，由于天赋（身高）限制，大概率在生活中都是以持球进攻、投射为主，所以普通人对球鞋的需求一定是集中在**控卫、得分后卫**和**锋卫摇摆人**这三个位子。当时联盟有三大风格代表，最飘逸的干拔麦迪、桀骜不驯的答案艾佛森、铁王黑曼巴科比以及 Air Jordan 系列，三大阵营风别代表了篮球鞋当时的最热销量：**锐步的艾佛森，Adidas 的麦迪，Nike 的科比和经典的 Air Jordan 系列**。

可以这么说，当时一双 Adidas 的麦迪 T-Mac 1 代一穿上脚，感觉就是麦迪上身，这就是当时 NBA 几大球星的影响力。而锐步、Nike、Adidas 的球鞋业绩也是背靠这个站稳三杰。只可惜艾佛森之后，锐步再无真正当家球星，虽然有姚明代言，但是中锋毕竟不卖鞋，锐步也就迅速的衰退了。类似的情况也发生在 Under Armer 身上，因为压中了小学生库里，使得 Under Armer 伴随库里的影响力一跃成为运动服饰和鞋业的新宠之王。但是随着库里老去、影响力减弱，Under Armer 再也没有找到更合适的球星和运动领域成为自己的代表，业绩和股价也是一落千丈。

而之所以 Nike 和 Adidas 的球鞋业务还可以一直持续下去，是因为 NBA 和篮球对年轻人的影响力始终摆在那，而且 Nike 不光是篮球这一个领域，还有其他很多运动领域。每隔十年，NBA 都会有新的时代和新的球星诞生，上上个 10 年的詹姆斯、韦德、乔治·保罗等，上个 10 年的库里，现在的字母歌、东 77 等。只要能够签下这些有影响力的球星，形成球星资源的垄断，那么旗下的球鞋就会在之后不停更新换代地卖下去。连我这种很多年没怎么看球的老年人，想要自己去球场打球，都会跑到 Nike 店里看看最新的球星系列球鞋或者以前的经典复刻版，然后买一双。

不过，随着这些年 NBA 的篮球规则改变，越来越碰瓷化和外线彪 3 分的小球时代，感觉已经没有了当年那种激烈对抗篮球的魂。而且现在出的球鞋，不管是功能性、实用性、颜值或者球星的身份感，都没有之前那么明显了。比如，以前的 T-Mac 系列、Kobe 曼巴系列、詹姆斯的皇帝系列等。也就是说，篮球这项运动对卖鞋的影响力在逐渐的减弱，这是我对篮球领域卖鞋的理解。

除此以外，还有一个更重要的原因，**新冠疫情的到来打破了全球的健康认知和习惯**。在过去的 4 年，有两个新的引领——**瑜伽**和**跑步**，这两项运动也分别代表了**户内**和**户外**两大领域的运动新潮流。所以我们可以看到，Lululemon 因为疫情带来的户内运动潮，用社区和瑜伽 KOL 的影响传播，在 3 年内迅速崛起成为全球 Super Girls 的最爱。

而后疫情时代，人们对户外运动的需求爆发，这就带来了近几年的**全民户外运动潮——跑步和走路**。跑鞋销量激增的背后，随之而来的就是几大新势力的出现。比如，**昂跑**、**HOKA** 等跑步新贵。跑步和潮流两者的结合，更带来了人们的新需求——既要跑步轻松、又要功能舒适、还要潮流好看，特别是这个潮流好看。所以现在的感觉是，得跑步者，得天下。

今天就这些了。

我们做投资决策的方法，依然和 30、40 年前一样，而且我们不预测

主题 | 市场波动、风险与投资心理

原发布日期 | 2025.10.20　　作者 | 年报其语

- 判断价值和价格
- 几十年如一日的读公司年报
- 我们购买企业股票，而且希望它便宜
- 忽略宏观因素，聚焦在思考公司本身和投资机会上面
- 不要问理发师你是否需要理发，它非常适用于卖家对企业的预测

伯克希尔哈撒韦 1994 年股东大会问答环节**提问：**

“请问你是否觉得今天信息传播的速度会影响你的投资决策？你认为信息爆炸导致你错过了什么机会吗？”

巴菲特没听清楚这个问题，芒格帮他复述了一下，“信息速度过快会影响我们的决策过程吗？”又是一个经典问题，我觉得这也是大部分人想知道的。在信息过载的今天，如果跟不上最新消息是否意味着做不了投资？答案是，No。

回答 1：（巴菲特）

“不，我们做的事和 30、40 年前一样，我们读年度报告。信息速度对我们来说真的没有任何影响，我们只需要处理部分信息并作出判断。**判断的内容无非是证券的价格与内在价值之间的区别**。而这些都与是否快速获取信息无关，虽然它需要我们获得有用的信息。通常我们不会在大海捞针，我们希望我们的投资标的对我们‘大喊大叫’（来买我）。”

一个是经典问题，一个是经典回答。不过结果一样，只集中在两件事上面：

- **读公司年报**
- **判断价值和价格**

读年报就不重复了，每个人读年报都有自己不同的理解。有些说能获得信息，有些说年报披露的都是不重要的，有些说读不下去，有些说读不懂。但是巴菲特和芒格在历年股东大会上的回答都一样，还是自己读年报，顺便再多读一些商业刊物和其他跨学科书籍等。如果说阅读这个事有什么本质，我觉得就是越读越薄、越读越少，读到最后就是那么几本书是想反复多读几遍的，否则大概率是一读就犯困，或者翻几页就看不下去了。

判断价值和价格，价值依旧是一个公司未来现金流的折现，但是我觉得每个人对折现率的使用还是有区别。至于要不要遵循严格的 DCF 模型，我的经历和感触是，如果不懂 DCF，那么去认真学习下达摩・达兰的估值理论绝对是物超所值。然后再来回过来思考在具体评估企业价值时，你要如何应用这个模型。不过，随着看公司的数量越来越多，我能体会到现金流折现确实没得那么复杂，关键是要你

清楚你看的这家公司到底是如何产生现金流的、产生了多少、能持续产生多少年，剩下的判断自然就很简单了。

回答 2：（巴菲特）

“**我们做的事情基本上就是阅读公开报告**，然后也许会四处问一些相关的问题来确定，比如**贸易地位、产品优势**或类似的事项，但我们不需要大量价格数据或类似的东西来作出投资决定。**你可以在某个地方，邮件延迟三周、报价延迟三周，但你依然可以在投资方面做得很好**。”

我一直觉得大家忽略了一个简单的事实，虽然说是阅读公开报告，但是一家上市公司的公开的报告有好多呢？A 股和港股确实能披露的东西不是很多，这也造成了市场信息某种程度上的不对称。我一直觉得我们自己资本市场的披露机制还有很大进步空间，特别是在内容的范围和数据的明细程度上。美股公司披露的内容要多很多，这就造成读一家美股公司的内容，要比读 A 股公司的内容要花更多的时间。

至于股票的市场价格，我个人觉得是可以远离市场。根据你自己对公司的理解来评估一家公司的价值（未来现金流折现），然后和市场上的出价做比较（价格）。股票二级市场上的实时报价本质上是背后买卖双方的看法和博弈，如果你有自己对公司价值的锚定，那么市场上的价格就可以被我们利用。最后这个问题也会回到自己身上，你对公司价值的锚定有多确信。

伯克希尔哈撒韦 1994 年股东大会问答环节**提问：**

“我知道巴菲特先生你说你不读别人对市场或经济的看法，但你或查理自己对市场走势有看法吗？您是看涨还是看跌？”

针对这个问题，巴菲特在当年的股东大会回答了几次，而且回答得非常形象，值得大家多看几次，我们直接看原话。

回答 3：（巴菲特）

“你可能很难相信这一点，**但查理和我从来没有对市场有意见**，因为这么做不会有任何好处，它反倒会干扰我们所拥有的好的看法。如果我们认为一个企业是有吸引力的并且我们是正确的，那么仅仅因为觉得市场要怎么就不投资它是非常愚蠢的，因为我们不知道市场的走势。**因为一些你不知道的东西，而放弃你很确定的一些东西，这么做对我们来说没有任何意义**。”

说到底，你买的是你自己的思考结果和确定性，别人无法干预。而巴菲特和芒格在后续回答中给出的比喻印证了这一点。

巴菲特：“从伯克希尔的角度来看，**长期来说我们是股票市场的买家。如果你要买家庭生活用品，那么你是希望它的价格下降**；如果你打算购买汽车，那么你自然希望汽车的价格下降。而我们买企业，或者买企业的一部分所有权——股票，**如果我们能以有吸引力的价格购买这些东西，我们没有任何恐惧**。查理你有什么要补充吗？”

芒格：“没有。**如果你忽略那些不可知的宏观因素，把所有的时间都花在思考个体企业和个人机会上，这是一种更有效的行为方式**，至少对我们来说是这样。”

Collection of businesses（收集生意），这是巴菲特自己对伯克希尔的总结。他希望所购买的企业股票价格最好便宜，如同我们平常消费时希望物价下降、打折是一个道理。那如何确定购买哪个公司的股票？芒格说了，忽略宏观因素，聚焦在思考公司本身和投资机会上面。

这有多难？实际很难。

就好比巴菲特和芒格先生已经把最终的结果投喂给了我们，但我们听到这个结果时真的懂了吗？这就只有自己才能判断了。

接下来这个问题是截取的 1994 年巴菲特回答中的一部分，也是关于巴菲特和芒格对预测企业前景的看法。

回答 4：（巴菲特）

“我不明白为什么任何企业的买家，都会看卖家或他的经纪人整理的一堆预测。可以说，认为这种预测有任何作用的想法都是幼稚的，我们完全不感兴趣。如果我们自己对未来没有一些想法，而只是坐在那里听另一个试图向我们出售业务或从中获取佣金的人告诉我们企业的未来会是什么，那么这是非常幼稚的做法。在我们的报告中有一句话，**不要问理发师你是否需要理发，它非常适用于卖家对企业的预测**。”

投资决策只能由自己判断和决定，任何人都无法干预。如果你还需要问别人到底能不能买，那和直接向别人要钱没有区别，你问和买的目的不就是为了赚钱吗，可见独立思考有多么重要。

至于预测，我以前也爱看研报，就是喜欢看大家对一家公司未来的判断，特别是未来业绩的高增长将使得 PE 回归至正常区间这一类的预测，但现在完全不看了。我喜欢自己阅读和思考，不喜欢别人投喂的结果。

今天就这些了。

为什么巴菲特愿意购买那些根本不会增长的公司？

主题 | 企业生意模式与竞争优势 | 财务质量、现金流与资本回报

原发布日期 | 2025.10.21　　作者 | 年报其语

- 没有增长的公司一样可以带来丰富的现金流
- 找到不需要太多资本支出，但仍然能创造丰富现金流的公司
- 投资不是只有唯一的方法，而是有一些非常有用的方法

伯克希尔哈撒韦 1994 年股东大会问答环节**提问：**

“请问考虑投资成熟型公司时，你需要它有什么样的增长率？”

如果是挖掘低估、且拥有丰富现金流的成熟公司，这个答案的参考性和实际操作意义就极大。

回答 1：（巴菲特）

“**我们完全可以购买那些根本不会增长的公司**。假设我们这样做也能得到足够的回报，我们会考虑随着时间的推移，**我们会得到什么样的现金回报**。”

巴菲特在回答这个问题时举了一个例子：如果你有一笔百万美元在储蓄账户，那么你会把它存入一个年回报 10%，但没有资本增长的账户；还是宁愿拥有每年 2%的回报率，并以每年 10%的速度增长的账户？这里的资本指的应该是本金，我们先来把这个笔账算清楚。

情形一：本金永久不变，年回报 10%

这笔帐最简单。相当于投一百万，每年收回 10 万，10 年收回本金。再之后的每一年都是纯赚，本金已经不重要了。结果是 100 万本金放那不动了，并且 10 年收回了 100 万现金，未来继续收现金。

情形二：本金的回报率为 2%，回报率每年增长 10%

第二笔账稍微复杂些。分两个部分来算，第一部分是未来十年每一年的回报率，按照 2%的基数，10%的增长率计算；第二部分是在前述每一年的回报率上做本金的复利计算。我直接给结果，10 年后这笔账户的本利和是 137 万，相当于 100 万本金和 37 万的收益。

我猜这个例子想要说明的是，在价格便宜时买入一家成熟且现金流丰富的公司，最好这个生意还不需要太多的资本支出，如果每年能够拿到大量的现金分红，既可以很快收回成本，未来还能拿到更多的现金。这是典型的高现金流、高股息率的股票，且公司是成熟市场中的寡头和龙头，买入时 PE 倍数很低。假设这类成熟公司还能有一点业绩增长，那就还能获得意外的股权价值增值。

如果要我选一个巴菲特的实际操作来回答的话，前几年巴菲特买的日本五大商社就是典型代表。我之前专门看过日本五大商社 2023 年的年报，我把我之前写的总结放在这儿供大家参考：

“2023 财年，五大商社总营收规模 610,833 亿日元，折合人民币 28,149 亿元。其中，净利润 38,659 亿日元，折合人民币 1,781 亿元，综合净利率为 6.3%。另外，五大商社的自由现金流为 30,565 亿日元。

根据五大商社 2023 财年对外的预测披露，**未来的 2024 财年，五大商社的营收规模会有小幅度降低，但净利润和自由现金流还会继续提升。**

根据日本内阁府公布的 2023 年日本国内生产总值（GDP）初步调查结果，数据显示 2023 年日本名义 GDP 为 5,914,820 亿日元，折合人民币 272,572 亿元。五大商社 2023 财年的总营收，占日本 2023 年名义 GDP 的 10.32%。

巴菲特投资的，就是十分之一个日本。五大商社全部为轻资产，主要业务围绕全球贸易和全球投资，近几年的营收规模逐步提升，且现金流极好，年净利率不低于 6%。如果再算上近几年的现金股利、股票回购和估值提升，**三个字总结——赚爆了**。”

如果大家有兴趣可以去看看五大商社近 5 年的情况，伊藤忠商事、丸红、住友商事、三井物产、三菱商事。

回答 2：（巴菲特）

“我们肯定会遇到一些业务没有一点增长的公司。但是，这比那些虽然增长可观，但需要不断投入资金才能增长的公司要好得多。**需要大量资金才能增长的公司与不需要资本就能增长的公司之间存在巨大差异**。”

为什么？简单说就是，如果企业需要从每年的利润中，拿出大部分来作为资本支出维持增长率，那么股东真正每年从利润中收到的现金流相当于没有。利润只有三个用途：留在公司账上、分红给股东、用于再投资。不需要资本支出就能增长，指的就是利润不需要用于再投资，直接分给股东就行。

所以巴菲特才说，“就算是金融分析师对这些差异的重视程度都不够。事实上，人们对这一点的关注如此之少。相信我，如果你在投资，你应该对这点多加注意。”

巴菲特对此还做了解释，“伯克希尔全资拥有的一些最好的企业并不增长，但是他们产生了很多现金回报，我们可以用它来买别的东西。因此我们的资本在增长，而业务本身没有什么增长。拥有这种公司比拥有那些虽然增长，但为了增长占用了所有资金的公司要好得多。”

我觉得这绝对不仅仅是收集公司、收集生意那么简单，这完完全全就是在收集未来永远不断地现金流入。

伯克希尔哈撒韦 1994 年股东大会问答环节**提问：**

“不知道你是否能对彼得·林奇本人，他在两本书中的所谈的观点，以及他给投资者的建议发表一些评论，谢谢？”

彼得·林奇的两本书我也看过，写的很有意思，贴近我们普通人买股票的思维——生活化选股。强调业余投资者凭借生活观察和专业投资者无法比拟的日常经验优势。说白了，你买的股票就是你平常每天都在用的产品。

《彼得·林奇的成功投资》，英文名为《One Up on Wall Street: How to Use What You Already Know to Make Money in the Market》。

《战胜华尔街》，英文名为《Beating the Street》。

回答 1：（巴菲特）

“我和他有相当多的相似的地方，但有一些区别。彼得比我更喜欢多元化，他拥有的股票比我记得的公司名称还要多，但那是彼得。我说过，投资成功的方法不止一种。**投资不是只有唯一的方法，而是有一些非常有用的方法**。彼得有一个方法，我们也有一个，其中有很多重叠之处。但如果我按照彼得的方式去做，那我就不会做得那么好，彼得反过来也一样。”

这个没啥好说的，任何人都不可能有一模一样的方法。但是我们每个人总能找到适合自己、且有效的方法，这就够了。

今天就这些了。

巴菲特：企业的内在价值到底怎么计算？

主题 | 内在价值、估值与安全边际

原发布日期 | 2025.10.22　　作者 | 年报其语

1. 内在价值就是未来现金流折现
2. 搞懂公司及其生意

伯克希尔哈撒韦 1994 年股东大会问答环节**提问：**

“巴菲特先生，你说这个房间里的大多数人，都可以像你和查理一样通过年度报告获得很多信息。但你们也都表示 GAAP 规则还有一些不尽如人意的地方。你能不能谈一下，你和查理是如何判断要投资的企业的经济价值或者内在价值的，你的思考过程是怎样的？”

这个问题的信息集中在三个点上：你们真的只读年度报告吗？内在价值怎么计算？你是怎么思考这个过程的？而这种问题在接下来的 30 年里几乎每一年都会出现，但答案从来没有变过。

回答 1：（巴菲特）

“在 1992 年的年度报告中，我们对此进行了相当多的讨论。本质上讲，任何资产的经济价值，就是未来现金流入或流出资产的现金流，在适当利率下的折现值。”

PS：

我同时也把 1992 年致股东信的内容放在下面：

在约翰·伯尔·威廉姆斯 50 年前所写的投资价值理论当中，老早便已提出计算价值的公式。我把它浓缩列示如下：**今天任何股票、债券或是企业的价值，都将取决于其未来剩余年限的现金流入与流出，以一个适当的利率加以折现后所得的期望值。**

虽然评估股权投资的数学计算式并不难，但是即使是一个经验老到、聪明过人的分析师，在估计未来年度票息时也很容易发生错误，在伯克希尔我们试图以两种方法（**能力圈**与**安全边际**）来解决这个问题：

首先我们试着坚守在我们自认为了解的产业之上，这表示他们本身通常相当简单且稳定。如果企业很复杂而产业环境也一直在变，我们实在是没有足够的聪明才智去预测其未来的现金流量。碰巧的是，这个缺点一点也不会让我们感到困扰。就投资而言，人们应该注意的，重要的不是他到底知道多少，而是应该注意自己到底有多少是不知道的。投资人不需要花太多时间去做对的事，只要他能够尽量避免去犯重大的错误。

第二点一样很重要，那就是我们在买股票时，必须要坚持安全边际。若是我们所计算出来的价值只比其价格高一点，我们不会考虑买进。我们相信恩师格雷厄姆十分强调的安全边际原则，是投资成功最关键的因素。

然而 30 年过去了，这个问题的回答从未变过，还是两个因素：

- **未来现金流**
- **折现率**

只不过，依然有很多刚进入投资领域的朋友想知道这两个因素到底怎么计算，我把我的一些看法给出来供大家参考。

我们先说现金流。实际上现金流的计算基本上是统一的，就是一个公式：

自由现金流 = 经营活动产生现金流量净额 - 资本支出

两个数据全部出自于现金流量表，直接找到、引用、计算即可，所以计算其实很简单。但难的是，如何判断公司未来可以继续保持、甚至创造更多的现金流，这就涉及到公司竞争优势的判断。不过这个问题在判断时会有一个基本原则——商业模式优先。

对于商业模式的判断，巴菲特曾给出过一个比喻，“我们喜欢的生意是能够用 1 美分的成本，创造 1 美元的收入。同时这门生意最好不需要太多的资本支出，最好负资本运营。”芒格对此做了一个补充，“这门生意要有定价权。”所以最后总结起来就是三个要素：

- **毛利率越高越好**（成本 1 美分，收入 1 美元，毛利率就是 99%）
- **资本支出越少越好**（最好可以借别人的钱做生意）
- **定价权**（也可以叫涨价权）

我们再来说折现率。但我对折现率的理解稍微和以前有些不一样。最简单的理解，**折现率就是无风险利率，因为这是最低的、没有任何风险的投资回报率**。不过无风险利率的参考标准，像用的最多的 10 年期国债，其收益率也会有变化，比如前几年收益率 3%+，这几年降息降到只有 1.8%。所以我们每个人对折现率，或者叫做最低投资回报率的理解是有些区别的。

以我自己为例，我觉得最低投资回报率在 3.3%~5%之间相对合适。因为即便我们在现在这个低利率时代只买最普通的理财产品，理财回报率都可以做到 3%上下，所以我觉得 3.3%~5%的投资回报率是可取的。但是我在使用这个折现率时，考虑的问题不仅仅是这个数字，而是其倒数（1/折现率）——PE 倍数。

3.3%的折现率，对应的 PE 就是 30 倍。

4.0%的折现率，对应的 PE 就是 25 倍。

5.0%的折现率，对应的 PE 就是 20 倍。

不过，我在使用这个 PE 倍数时，是把它看作**【公司未来的存续年限】**，所以上面的东西会有变化：

30 倍 PE，意味着公司未来至少存续 30 年。

25 倍 PE，意味着公司未来至少存续 25 年。

20 倍 PE，意味着公司未来至少存续 20 年。

于是在现金流的思维下，就有了很好的快速参考。举个例子，茅台 2024 年的净利润是 890 亿元，由于茅台的净利润和现金流是完全匹配的，我们可以直接将其简易的等价于现金流。假设茅台未来没有

任何增长，并且可以持续经营 20 年，那么茅台未来 20 年可以赚取的现金流总额就是目前的市值 18,200 亿元（890 亿×20 年）。

但实际上，作为中国最优秀的白酒品牌，我们知道茅台基本上是属于计划经济体，意思是未来的增长是大概率事件，只是增长多与少的问题。所以目前市场给出的估值其实就是大家共同的看法，觉得以茅台目前的实力是肯定做得到的。

但是那些更懂茅台的朋友，会判断茅台的未来现金流肯定不止现在的 890 亿元，这个数字只会慢慢的增长，不外乎增长的快慢而已。怎么判断的？超高的毛利率（92%）、几乎不需要资本支出、拥有绝对的定价权。那么茅台即便在存续 20 年的前提下，未来所能创造的现金流都肯定比现在每年的 890 亿元要多，当然 20 年加总的现金流一眼望去就比现在的 18,000 亿元要多，这就是我对茅台的最低看法。问题是，有几个人能持有满 20 年？

这个问题同样可以用于其他企业，前提就是你能看懂三样东西：

- 现金流是多少？
- 还能增长吗？
- 存续多少年？

如果你不懂这家公司，大概率这三个问题是无法回答的；如果你懂了，就是一瞬间的事。既简单，又非常的不简单，等于是全靠自己悟。

回答 2：（巴菲特）

“有太多业务，我和查理完全不知道它们未来的现金流会是什么样子。如果我们不知道未来的现金流，我们就不会知道它现在的价值。所以如果你认为你知道股票今天的价格应该是多少，但你却不知道它未来 20 年的现金流会如何，你就属于别人说的‘’认知失调。”

PS：

这个问题的核心不是要我们去拼命猜测某家公司的现金流，而是问自己一个问题，**“你是不是真的懂这家公司？”**如果懂，未来现金流就不是问题；如果不懂，猜也没有用。

回答 3：（巴菲特）

“我们寻找的是可以在未来一段时间内，现金流水平确定性强的企业。然后我们将这些现金流折现。我们更关心这些数字的确定性，而不是获得看起来最便宜的数字，或者那些我们对它现金流没有信心的公司。”

PS：

作为上一个回答的补充，其实告诉了我们，**懂既是确定性**。不过在这里需要强调一个最基本的品质——Integrity，正直、诚信。这个品质不是对别人的，而是对你自己的；需要你自己心里明白，你是不是真的对自己诚实——明心见性。

对于确定性，巴菲特举了一个例子，“如果你要买公寓、农场、或任何其他你可能感兴趣的小企业、小生意，也需要这么做。你要弄清楚你目前在布局什么，随着时间的推移你又会得到什么，你对它有多确定，以及它与其他投资机会相比吸引力又如何。这就是我们所做的一切，只是我们做的都是大型企业。”

简单说，哪怕是开一家小的奶茶店、面馆，你都必须要清楚知道你要投入多少资本金，每个月有多大的流水，一年下来能有多少盈利，多久能够收回本金。**这个问题，无关企业的大小，只关乎生意和回报。**

回答 4：（巴菲特）

“任何会计报告中的数字本身对确定经济价值毫无意义，它们只是获得经济价值的指南。但它们不会告诉你最终答案，财务报表中也没有答案。**要找出这个答案，你必须了解这个生意**。会计数字对指导我们应该思考什么很有帮助，但如果我们发现有人只用最乐观的方式来解读财报数字，我们会为这样的做法担心。”

PS：

读财报是干什么的？搞清楚这家公司账面上的东西，经营状况如何，帮助我们粗略估算现在及未来的现金流，大概估算一个基础的投资回报范围。剩下的，就是尽可能搞懂这门生意，然后评估自己的机会成本。如果实在搞不懂生意，最好的办法是买银行理财或者国债，因为没有任何风险。

今天就这些了。

1995

伯克希尔哈撒韦成功，唯一公开的秘密

主题丨内在价值、估值与安全边际

原发布日期丨2025.10.23　　作者丨年报其语

1. 现金流要怎么看远
2. 注重 DCF 的思考框架，而不是计算公式
3. 常识的力量

伯克希尔哈撒韦 1995 年股东大会问答环节**提问：**

“我的问题是，当你对公司进行估值并折现未来现金流时，你一般用的是未来多少年的现金流？”

1994 年股东大会上，巴菲特详细解释了如何计算内在价值，并且同时谈及到了**能力圈**、**安全边际**和**懂生意**。但是对于现金流折现的具体计算和应用没有展开说。于是在 1995 年的股东大会上就有人问了这个问题，我们来看下巴菲特和芒格是怎么回答的。

回答 1：（巴菲特）

“这是一个非常好的问题。这是投资或购买企业的核心问题，也是我们运作伯克希尔的框架——**我们关注企业能创造什么样的现金流，然后我们用什么折现率来折现**。我认为你的问题是**我们看多远的现金流**。”

PS：

巴菲特直接说了，你就是想知道我们到底看了多远的现金流。换句话说，如何判断未来 10~20 年、甚至时间更久的现金流。如果我们只是从财报的历史业绩来判断公司未来 N 年的现金流，这是不现实的。因为没有人可以保证公司未来一定可以赚取更多的现金流。所以在判断未来多远，这个时间维度的问题上，我们其实看的就是**这个公司未来能够存续多久**，在这个存续期间**能否维持自己龙头的地位，如何保证自己的利润空间**。

简单说，只要你的竞争对手在短时间内无法击败、肆意抢夺你的市场份额，就说明你的产品在消费者那是一个刚需产品，而且竞争对手还无法轻易地模仿或者超越。在这种情况下，我们才可以延用财报上的历史业绩来判断一个大概。比如，总营收、净利润、现金流，以及产品的销量、市场份额和定价权。在保证前述内容的前提下，大概估算未来几年的现金流才有意义。如果要往年限更长去考虑，那就要思考在更远的未来，公司可能会被什么赶上并超越。这个时候，护城河理论就是我们自然而然要想到的东西。

回答 2：（巴菲特）

“尽管我们可以用一个非常简单的公式来定义现金流折现法。我们从来没有真正坐下来写出一组数字，然后用这个公式来计算企业价值。当然我们在脑海中会这样做，但它的全部意义也就到此为止了。**我们从来没有在一张纸上算过喜诗糖果等几家公司的价值**，因此如果我们真的算一笔 18 年后的现金流

是多少，然后胡乱告诉你一个算出来数字，这样分析的结果比我们现在的做法好不了太多。我们坐在办公室里思考每个企业或每项投资的现金流能有多少，我们一般在脑海里有一个折现率，但我们更喜欢当企业价值对我们来说已经足够明显。**以至于它根本不需要详细计算就能知道是不是应该投资，现金流折现法最重要的是它的思考框架，而不是它的公式。**”

PS：

在现金流折现这个问题上，巴菲特自始至终都没有说自己用过啥公式计算。这点我认同，从严格的 DCF 模型到现在的大概估算，我个人理解也确实是这么一个过程。DCF 本质上是由一系列核心参数构成，我给大家分享下我学习 DCF 的过程。

第一阶段：标准 DCF 模型

自由现金流。这是起点，一般由公司最近一年的现金流量表提供，或者近几年的平均值。

永续期增长率。在计算 DCF 中永续期现金流时会用到，通常采用 3%~5%，不过一个百分点的增减变动对最终结果的影响非常大。

未来 10 年的 CAGR。比如 10%~20%，这个就是纯拍脑袋，增长确定性强如茅台都有可能遇到吃不准的年份。未来 10 年的 CAGR 对现金流折现的影响也非常大。

折现率。涉及 CAPM 和 WACC 的计算，又是一大堆预估数：无风险利率、β、某行业/公司要求的风险溢价（包括单因子和多因子溢价）、公司资本结构、债务成本、综合税率。

除了基期自由现金流外，每一个地方都是自己的预估。请问在如此多的假设和预估情况下，标准 DCF 模型的预测和计算就万无一失吗？肯定不是的。

第二阶段：毛估估

当我们理解了 DCF 模型到底在干什么之后，你会发现其实就两个因素：**自由现金流**和**折现率**。前者需要我们对公司的生意非常懂，后者是无风险利率的考虑。

唯一不同的地方是，大家对折现率的各自理解和解释会有些偏差，这个问题在昨天的文章已经解释过了。我是将折现率转换成【公司连续创造多少年的现金流】来看待，重点就是在考虑公司未来的存续期上，比如公司未来至少存活 10 年、20 年、30 年这样子。

所以提问题的这个人，就是想知道巴菲特到底看了多远的现金流，也就是多少年。巴菲特如实的回答了，如果我们真的算一笔 18 年后的现金流并告诉你是多少，就是在骗你。因为我们没有在纸上算过，我们只是在脑中简单估算这笔生意的大概现金流，并且考虑它可以维持多久，然后大概算一笔总账。只要这个总现金流一眼就能知道比现在大得多就够了，剩下的就是考虑购买的价格和我们估算的价值之间的安全边际有多宽。

我觉得我自己学习 DCF 的经历，在普通投资者学习和理解 DCF 的过程中，可以算作是一个典型代表。标准 DCF 模型的学习，我只推荐达摩·达兰教授，学习他已经完全足够了。顺便一提，达摩·达兰教授所有的教材/讲义电子书、课件、教学视频等全部是免费的，在他个人的官网，大家网上随便一搜就出来了，也不需要其他魔法冲浪。

回答 3：（芒格）

“伯克希尔用的是诺贝尔奖获得主**托马斯·摩根**运作加州理工学院管理生物系的方式来运作的。他禁止了弗里登计算器，这是那个时代的电脑。人们说你怎么能这么做呢？**他说我们通过常识就能捡起地上的金块**。资源有限，只要我们用肉眼就能看到地上的金块，为什么还要用那些金属探测器呢？**这就是伯克希尔的运作方式。**”

PS：

我用 AI 查了下：

托马斯·亨特·摩根（Thomas Hunt Morgan）1927 年应加州理工学院（Caltech）之邀，从零开始组建生物学分部。他把“果蝇实验室”那套极端精简、只抓“大金块”的科研哲学，原封不动搬到行政层面，形成了一套与众不同的“运营管理手册”。

10 年内，Caltech 生物学分部从 0 跃升为全球遗传学与发育生物学“圣地”，飞出 4 位诺奖（摩根本人 1933，比德尔、塔特姆、德尔布吕克后续获奖）。其系里一直保持“小即美”传统：教师人数不到东部大系的 1/3，但人均 CNS 论文与诺奖产出长期居全美第一梯队。

一句话总结：**摩根用“捡大金块”的极端取舍逻辑，把稀缺资源押注在最少但最具颠覆性的问题上，**再用极简行政让科学家把时间花在实验台而非会议桌——这就是他运作加州理工生物系的全部秘密。

挑选自己懂的、最好的生意，在价格和价值都合理的情形下，直接下重注。我看完的感受就是，这个方法同巴菲特和芒格解释的伯克希尔运作方式，几乎是完全一样。

芒格先生曾经对**“常识的力量”**给出过成体系的阐述：

“得到系统的常识，非常基础的知识，是一种威力巨大的工具。拥有常识意味着有能力辨认智慧，也意味着有能力拒绝愚蠢。”

这也是伯克希尔成功，唯一公开的秘密。

今天就这些了。

什么是护城河？为什么好的生意模式更重要？

主题丨企业生意模式与竞争优势

原发布日期丨2025.10.24　　作者丨年报其语

1. 护城河是什么
2. 好的生意模式最重要

伯克希尔哈撒韦 1995 年股东大会问答环节**提问：**

“我想知道两、三条最重要的你经常留意的经济学原则。你用来为伯克希尔赚钱的经济学基本规则是什么？我在这说的不是格雷厄姆的原则，而是可以在经济学教科书中找到的原则。”

这个问题感觉是为了找到某个经济学理论的支撑，虽然芒格在补充回答中解释了这个东西，但巴菲特传递的信息却是另外一种——**寻找好的商业模式**，这是巴菲特非常经典的一次完整回答。

回答 1：（巴菲特）

“就投资和购买企业的问题来说，**我们尽量遵守格雷厄姆的原则**。我们做的是找到一家周围**有宽阔而持久护城河的企业**，一座由一位**诚实可靠的领主负责保护**的经济城堡，从本质上讲这就是**商业的全部意义**所在。但我们想要找到的是一家企业，它可能是某个地区的**低成本生产商**，可能有**出色的加盟体系**，可能它**在消费者的心目中不可取代**，可能它**有技术方面的优势**，总之它周围**有这条护城河**。”

PS：

格雷厄姆最重要的一个原则就是**安全边际**。巴菲特的这个回答已经把护城河的含义说完了，没有那么的复杂。

就商业而言，宽阔而持久的护城河 + 诚实可靠的领主保护，指的就是 right business + right people。大家想知道的是这个护城河具体指什么，反正我的理解就是竞争优势，而且是持续的竞争优势。巴菲特给了 4 个简单例子：

- 低成本生产商
- 加盟体系
- 不可替代的品牌或产品
- 技术优势

总之就是，不管在任何领域，你都有一个**短期内竞争对手们无法模仿或超越**的优势或能力。

巴菲特继续解释道，“所有的护城河在资本主义中都会受到攻击，如果你在那里有一个带护城河的生意，人们会想办法去得到它，资本主义中大多数护城河都毫无防御性，这是它的本质。但是**我们试图弄清楚为什么那座城堡仍然屹立不倒**？使它在 **5 年、10 年、20 年后，依然存在或不存在的原因有哪些**？关键因素是什么？他们在多大程度上取决于城堡里的领主？如果我们对护城河能够保持足够信心，那么我们还想弄清楚这位领主（管理层）是否会试图把这一切占为己有？是否会做一些蠢事？这就是我们看待企业的方式”。

抛开管理者的问题，只要你有一门挣钱的生意，必然会有人和资本进来与你争夺，这是商业的竞争天性，为逐利而存在。而如何守住这门生意就是护城河的本质。不管是看懂生意，还是看懂护城河，我们都是在思考一家公司、一门生意究竟如何在未来 10~20 年生存下来并持续赚钱。然后再大概估算这门生意每年能带来多少现金流，加总折现就是内在价值，是胖是瘦，一眼可断。

回答 2：（芒格）

“我认为他希望将它翻译成经济学的普通术语。诚实的领主在经济学中就是**“低代理成本”**的意思；微观经济学商业优势大体上就是**规模经济**，这可能是一个在每平方英尺销售额（坪效）更高的零售商，所以基本上你说的就是规模经济。总体来说，你说的就是**规模优势**和**低代理成本**。”

PS：

不懂经济学理论，所以我没办法解读芒格先生的这段话。

回答 3：（巴菲特）

“在某种程度上，查理和我试图区分企业。有些你**只要聪明一次**就可以，有的行业必须**保持聪明**。**零售业**是一个很好的例子你**必须保持聪明**。因为你的生意会一直‘受到攻击’，人们在你的店看到什么成功的东西，第二天他们就会试图复制你的成功，甚至添加一些自己的东西。因此你不可能在零售业中吃老本。在其他一些行业中，你只需要聪明一次，至少在很长一段时间内。”

PS：

聪明一次的企业，像是那些拥有特殊配方、秘方的产品制造企业，竞争对手永远无法完全模仿你的产品。保持聪明的企业，这里巴菲特举了零售业的例子，只要你上架一款爆火产品，第二天所有零售商都会想办法上架同样的产品，客户是不会固定停留在某一个商店购买东西的，除非.....

这里就必须提到芒格最钟爱的 Costco/**开市客**，这是一座能够**在“必须时刻保持聪明”的零售业屹立不倒的城堡**。既然我上架的产品，对手明天也可以上架，那我就找那种我上架、对手无法上架的产品；如果大家都上架，那我就尽量做到在我这儿买是质量最好、价格最便宜或对客户来说最划算的，于是仓储会员制批发模式诞生。主要有四大核心要点：

- 价低质高——承诺产品毛利率不超过 14%
- 精心挑选——只卖会员需要且最好、最实惠的产品
- 自有品牌——Kirkland 的极致品质和低价
- 会员至上——帮我的会员能省则省

我再一次觉得，在对比不同的得行业、公司和商业模式时，确实开市客是一个极致的标杆企业，不管是商业模式、企业文化，或是财务表现、财报格局，运营到极致，也简单到极致。以后我尽量多使用这个标准来帮助判断。

另外，巴菲特举例说，曾经有一位南方出版商，他的报纸做得很好。有人问他成功的秘诀，他说**垄断**和**裙带关系**。他不是愚蠢，他完全没有去高估自己的能力。

另外一个例子，如果你在 30 年前有一个庞大的电视台网络，虽然有没有好的管理者还是有点区别在里面，但是你还是可以发一笔财，哪怕你是一个很糟糕的管理者。因为那个拥有网络电视公司的决定带来的好处，超过了其他所有缺陷带来的坏处，这就是**垄断的力量**。但如果你是第一个提出零售概念

的人，事情就不是这样了，你必须每天都在那里捍卫它。理想情况下，你想要在一个了不起的企业中，找到优秀的管理者，这就是我们在找的。**但如果你必须在两者之间进行选择，那就选一个好的生意**。

这里我能理解的是，如果要在“好的人/right business”和“好的生意/right business”之间做一个选择，那就选后者——好的生意。“人”最终还是有太多不可控的因素在里面，好的生意模式要能够覆盖“人”不足所带来的风险。

今天就这些了。

格雷厄姆最重要的三大投资原则与用什么方法没有关系？

主题丨投资决策、机会成本与组合选择丨内在价值、估值与安全边际
原发布日期丨2025.10.26　　作者丨年报其语

投资决策的关键并非具体估值公式，而是坚守格雷厄姆体系的三大核心——正确的股市态度、安全边际、买股票就是买企业。好企业的核心特质是高 ROE、低资本支出与定价权；理解公司业务与现金流创造能力，才是估值与投资决策的根本。

伯克希尔哈撒韦 1995 年股东大会问答环节**提问：**

“在《沃伦·巴菲特之道》一书中，作者描述了你用来评估股票内在价值的公式。请问你是否还是用格雷厄姆在《聪明的投资者》中描述的公式？即评估预期增长，但也使用账面价值？在我看来，使用格雷厄姆先生的公式时，得到的公允价值总是比《巴菲特之道》这本书中的方法，以及您在年报中提到的方法更高。”

评估最重要的点不在方法，而在对公司和生意的理解。

回答 1：（巴菲特）

“我们会在年报中加入我们看待证券的方法，**账面价值不是我们的考虑因素**。根据定义**最好的企业将是那些随着时间推移获得非常高资本回报的企业**。所以本质上讲，如果我们想拥有好的企业，就要拥有那些与我们的购买价格相比**使用资本相对较少的企业**，但**这不是格雷厄姆使用的方法**。格雷厄姆没有操作过大额资金的投资，但他不会争论哪种方法更好，他只是会说他的更容易，也许当你们使用小型金额投资时的确是这样。”

PS：

巴菲特的这段回答中提到了三个点：**账面价值、资本回报、资本使用**。

格雷厄姆《证券分析》的资产负债表部分，专门解释了清算价值的意义，其中最重要的一点就是资产负债表上的账面价值。巴菲特在这个地方说的不考虑账面价值（Book Value），我觉得要做个区分。如果只是单纯的说公司目前账上记录的资产值多少钱，即纯粹的清算价值，巴菲特是在早期时使用过，但在中后期就已经没有做了，所以他说不考虑账面价值是没问题的。

不过，在理解资本回报时，会用到净资产收益率（ROE=净利润/净资产）这个指标，这里的净资产指的是公司账上的总资产减去全部负债。即便不考虑账面价值，但是在计算 ROE 时是会用到账面价值的数字的。我习惯在考虑资本回报时参考 ROE，是因为我对资产负债表和利润表的理解很深入，其他人怎么理解我不知道。ROE 越大，公司的资本回报就越大，而且最好是在净资产不怎么增长的情况下。

净资产不增长的一个重要前提，就是每年的资本支出要少。就又涉及到资本使用。巴菲特和芒格强调过，他们眼中的好企业要满足三个基本条件：**享受行业最高毛利率、资本支出少（最好是负资本运营）、定价权**。综合来看，前两个的综合作用会最终表现为行业最高 ROE；而一门生意的护城河有多宽，定价权可以说明问题，比如产品敢不敢涨价。

格雷厄姆是不是这样做我不知道，但至少在《证券分析》这本书中没有这些阐述。

回答 2：（巴菲特）

“我的朋友**沃尔特·施洛斯**更倾向于使用格雷厄姆的方法选择股票，**但他使用的是相对较少的钱**，但他有一个绝对超高的回报记录。。”

PS：

施洛斯没有著作过书籍，市面上只有他的一些合集内容。我还没有读过，只是查过一些相关资料，但是有很多朋友推荐过给我。我自己的理解是，施洛斯的实际操作方法更适合普通投资者，特别是资金量较小的投资者。他延续了格雷厄姆的传统：低估、安全边际、稳定现金流和分红等。在我目前的投资考虑中，也是以这个为起点，因为操作起来确实更简单，也更容易理解。

回答 3：（巴菲特）

“我觉得**格雷厄姆要传达的主要价值观与公式没有任何关系**，它有三个重要方面：一个是**你对股市的态度**，这在《聪明的投资者》第八章中有所介绍，如果你的态度正确，你已经比 99%的买股票的人有优势了；第二个原则是**安全边际**，这再次给你带来了巨大的优势，实际上它的适应性甚至远远超出了投资领域；第三个是**将股票视为企业**，这给了你一个与大多数人完全不同的角度来看待股市。有了这三种重要的价值基准，所谓的估值方法已经不是那么重要了，因为你不会偏离轨道。无论是你使用沃尔特的方法、我的方法、还是其他什么方法。”

PS：

三个最重要的理念回答：**市场先生**、**安全边际**、**买股票就是买公司**。

我现在的感受是，远离市场（最好不看）才能真实感觉到买股票就是买公司。有时候近期一整年的业绩波动都不会有太大影响，但市场却可能会在公司持续的低估期给出很合理的价格。就看你能不能理解公司的业务和创造现金流的能力和持续时间了。

今天就这些了。

公司是否该发股息？巴菲特的核心逻辑与实用启示

主题丨资本配置与股东回报

原发布日期丨2025.10.27　　作者丨年报其语

核心问题聚焦 “企业该不该发放股息”，巴菲特给出的核心判断标准清晰明确：公司保留现金的唯一前提，是每 1 美元留存资金能在未来创造超过 1 美元的市场价值；若没有更好的资金使用机会，就应将多余现金以股息或股票回购的方式返还股东。

伯克希尔哈撒韦 1995 年股东大会问答环节**提问：**

“这是一个关于股息的问题。伯克希尔哈撒韦从未支付过股息，因此你对多余的现金有更好的利用，如果我们把这个说法用到其他公司，如果可口可乐和吉列也停止支付股息，把资金用在其他地方，是不是也时更好的呢？”

非常好的一个问题，公司到底该不该发放股息？公司使用现金和普通投资者个人使用现金有什么区别？

回答 1：（巴菲特）

“这取决于他们会如何使用多余的现金，用它来做什么。这些企业至少在产品方面比伯克希尔更简单，**我强烈建议那些优秀企业的管理层利用生意产生很好的经济效益，并将剩余的钱返还给股东**。所以可口可乐用它的现金做着完全正确的事情，首先它在开展业务中有效地利用所有现金，并且不断扩张新的市场。但除此以外，它还向股东支付股息并大规模回购股票，用一种使所有人都受益的方式使用多余的现金。”

PS：

巴菲特的回答很直接，意思就是看你要怎么使用这些钱。但他的建议是除了生意本身扩张所需的资本支出，公司赚取回来的多余现金就直接分给股东，由股东给自己决定怎么用这些分红。既然说到可口可乐，我们直接看可口可乐 2024 年的财报。

2024 年，可口可乐的净利润 106 亿美元。其中，21 亿美元用于资本支出，84 亿美元的现金股利发放给股东，18 亿美元用于当年的股票回购。

回到资金使用能力这个问题上来。比如，有些股东需要现金股利作为每一年的生活费，有些则直接拿到现金股利用于复投公司或者投资于其他公司。但如果我们聚焦到使用资金获取未来收益的能力上来，则会有很大区别。

可口可乐的 ROE 是 42%，这意味着可口可乐回购 18 亿美元自己股票的意图有两个：一个是增加每股的内在价值，二个是这些资金在更远的未来会继续获得 42%的资本回报率。

剩余 84 亿美元的现金股利则不一样，它们是由股东个人支配。如果你坚信可口可乐，这些现金股利就应该继续买入可口可乐的股票，享受复利带来的增长；如果你觉得你有更好的投资标的，在未来的投资回报率远高于可口可乐，自然你会将这笔现金股利用于其他地方；如果没有更好的选择，也不想复投可口可乐，这笔分红就会累计为现金，购买一些低风险的银行理财、10 年期国债之类的保值产品。

巴菲特和芒格认为，他们使用资金获得超额收益的能力远超现在的可口可乐，那自然他们会将收到的现金分红投资于其他标的或储存为现金等待机会，但不是每个人都有能力这样使用资金的。

看看巴菲特是怎么继续解释的。

回答 2：（巴菲特）

“你将受益于我们不支付股息的做法，只要我们保留的每一美元，随着时间的推移产生超过一美元的市场价值。但我们能持续多久做到这样我不能给你承诺，但这就是作出决定的标准。我认为这也是可口可乐做出是否发放股息的标准，我认为他们应该得到极大的赞扬。**因为他们在没有更好机会使用现金的情况下，选择发放股息给股东，然后进一步通过回购股份获得有利优势**。我认为我钦佩我的朋友比尔·盖茨的一件事是微软账上有 45 亿现金，很少有管理层能够做到拥有 45 亿现金而不用它们来做一些傻事。到目前为止我们不发放股息的做法是有意义的，我认为未来很长一段时间都会这样，但也可能不会永远这样。”

PS：

简单点说，可口可乐的管理层认为，除了每年的资本支出和部分股票回购外，他们没有办法更好的使用多余的资金，那最好的办法就是返还股东自行支配。当然巴菲特觉得这样最好，因为他坚信这些钱留在伯克希尔，在未来会产生更好的投资回报。但我们不是巴菲特，我相信大部分普通投资者做不到这样的投资回报率。

回答 3：（芒格）

“我希望这种情况可能持续尽可能长的时间。”

PS：

芒格更直接，我们确实比别人做得更好。

……

今天就这些了。

巴菲特：100%格雷厄姆+100%费雪

主题丨投资决策、机会成本与组合选择

原发布日期丨2025.10.29　　作者丨年报其语

巴菲特的投资哲学并非二元对立，而是将“100%格雷厄姆+100%费雪”的智慧灵活融合。格雷厄姆是我们的安全底线与老师，他留下的“市场先生、安全边际、能力圈”三项原则，为普通投资者提供了可复制的稳健基石（如施洛斯所示）。而费雪是我们的进阶工具与洞察力，指明了高成长性的方向，适应大规模资金。因此，风格选择并非矛盾，而是基于资金和机会的务实切换：找到确定性的便宜货时，需有猎人般的耐心；寻找未来成长股时，则需要艺术家般的认知。

然而，所有进取都必须被芒格犀利的警钟所守护。他以产权保险公司的案例警示：别相信“永久的垄断”！科技进步能瞬间颠覆看似牢固的护城河。这告诫我们：预测无用，深度思考“动态护城河”才是真正的生存之道。最终，普通投资者应以格雷厄姆原则为基石，确保本金安全；以费雪方法为进阶，拓展增长疆域；并时刻以芒格的洞察力为清醒剂，警惕永恒的幻觉。

.....

伯克希尔哈撒韦 1995 年股东大会问答环节**提问：**

“尼尔·麦克马洪，来自纽约，也是红杉资本的股东。你很推崇格雷厄姆，而格雷厄姆又很鼓励不断转手（持有的公司），**而你的投资思想是集中投资加上非常长远的眼光，请问你仍旧是 15%的菲利普·费雪和 85%的格雷厄姆吗？**”

这是 1995 年股东大会上最有意义的回答之一。我以前一直没明白这个问题，也没有明白巴菲特的回答，直到我想明白高股息和成长股的投资策略差异时，发现这两者间没有任何冲突，只是在合适的情况下做切换而已。

回答 1：（巴菲特）

“我也不知道具体的百分比。**在我先前讲的三条哲学基础方面，我是 100%的本·格雷厄姆，这三条（市场先生、安全边际、能力圈）真的很重要**。我在 1960 年左右第一次读**菲利普·费雪的两本书**，我认为那两本书是很了不起的书籍，费雪是一个很了不起的人。我在《福布斯》的杰姆·迈克尔斯（Jim Michaels）中的一篇报道中，**第一次用了 15%费雪+85%格雷厄姆这个说法，但这个数字也是随便说的**。

但我更愿意把自己想成是 100%的格雷厄姆+100%的费雪，他们两人的观点并不冲突，只是侧重点不同而已。资本回报率高而且可以不断追加投资的企业是世界上最好的企业，格雷厄姆不会反对这个观点。而格雷厄姆的钱大部分是从 GEICO 保险中赚来的，这家公司就是那种最好的企业，所以**他也承认买成长股的做法**。格雷厄姆只是认为**买进从大量统计数据上看非常便宜的东西易于实践，也易于教会别人**。**格雷厄姆会觉得费雪的方法比他的方法更难传授**。不过格雷厄姆的方法比费雪的方法有更多限制，因为**格雷厄姆的方法不适用于大规模资金**。”

PS：

巴菲特本人回答更愿意把自己看作 100%格雷厄姆和 100%费雪，而不是 85%格雷厄姆和 15%费雪，因为他当时只是随口一说。为什么是 100%格雷厄姆+100%费雪？这简直是投资界的“定海神针”！因为两者的观点并非宿命般的对立，而是在时代和资金规模的考验下，相互拥抱、灵活切换。

格雷厄姆想用更容易教授的方式进行传授，我觉得这也是为什么后来有了《聪明的投资者》这本书。因为《证券分析》太过于专业化，普通投资者大概率看不懂。我猜想为了让大家明白“便宜+本金安全”这个最基本的投资理念，才有了《聪明的投资者》这个白话版的《证券分析》，但两本书中最重要的共同理念完全一致——市场先生、安全边际、能力圈。

费雪的两本书分别是：《Common Stocks and Uncommon Profits》（中文译名《怎样选择成长股》）和《Paths to Wealth Through Common Stocks》（中文译名《股市投资致富之道》）。前者识别优质成长股的静态标准，后者解决成长股投资的动态实践问题。

费雪通过两本书构建了一套完整的成长股投资方法论：

1. 《怎样选择成长股》以“15 个选股原则”为核心，通过结构化问题筛选优质企业；
2. 《股市投资致富之道》则以实践为导向，探讨如何在动态市场中把握投资机会、控制风险。

这两本书的问题体系，特别是费雪强调的“深度研究”、“长期持有”、“管理层质量” 等原则在现代市场依然适用。

巴菲特依然遵守格雷厄姆最基本的三大原则——市场先生、安全边际、能力圈。不过，他也明确提出格雷厄姆的方法相比费雪的限制更多，不适用于大规模资金。但反过来理解，格雷厄姆的方法就更适合资金较小的普通投资者，而费雪的方法则是大小通用。

风格选择并非对立，而是基于投资机会和资金规模的务实切换。格雷厄姆方法提供稳固的安全底线（适合小资金和耐心等待，比如低估的高股息股）；费雪方法提供巨大的增长空间（适合大资金和有深度洞察力的投资者，比如成长股）。

其实完全应该停止争论孰优孰劣。低估的高股息股和成长股的选择，从来都不是哲学上的矛盾，而仅仅是投资者的“策略切换开关”。找到便宜且股息高的股票时，请像猎人一样耐心，果断下重手；而找到自己懂、未来成长性好的股票时，则需要如艺术家般的洞察力。前者考验的是耐心，等待确定性的便宜；后者考验的是认知，聚焦未来的可能性。孰好孰坏无意义，我们只臣服于当下的投资机会。

回答 2：（芒格）

“我发现有一点很有趣，费雪当年买的好企业，很多都没能一直好下去。其中有一家叫**产权保险信托公司**(Title Insurance & Trust Co.)，该公司曾在加州首屈一指。该公司有最大的产权保险部门，都是手工作业的。还有非常好的财务实力、商业信誉等。**该公司在一个利润丰厚的领域中称雄**。不过，**计算机出现了。**只要投资几百万美元，就能建立一个产权保险部门，而且不比过去的人海战术差。很快出现了很多产权保险公司，这些公司都去找大的代理商(如大型放贷机构和大型房地产经纪机构)，支付给他们按照以前标准来看高得惊人的佣金，从而抢走很多业务。所以在加州，**所有产权保险公司的总利润之和很快降到了零以下。本来这个行业是一个垄断行业，看起来不可能会出现竞争的。假如你展望未来 20 年，那么很少有公司能称得上安全，科技进步有时候给你带来好处，有时候能害你赔**

得很惨。如产权保险信托公司能聪明一点，就会发现计算机能降低成本这个事实可能算得上是有史以来最可怕的诅咒。”

PS：

芒格的回答，总是带着穿透人心的犀利。“费雪买的很多公司在之后也没有一直持续的好下去，很多也消亡了”。他用一个残酷的案例（产权保险信托公司）告诉我们一个血淋淋的事实：别相信什么“永久的垄断”。一个看似固若金汤的行业，可能因为科技这把双刃剑，一夜之间分崩离析，利润总和直接归零。

芒格先生通过费雪的案例来反向印证巴菲特对费雪方法的补充和进化，即不仅仅看静态的 15 个原则，更要看管理层的适应性和行业是否能抵御颠覆。

未来的 20 年，是无人能踏足的迷雾。科技进步究竟是祝福还是诅咒？ 用不着浪费时间去预测。这就是芒格终生反对预测的根本原因。预测无用，深度思考“动态护城河”才是真正的生存之道。我们能做的，只是尽力去理解公司如何适应变化，如何用不断的进化来守护你我宝贵的本金安全。

回答 3：（巴菲特）

“**比起格雷厄姆的方法，费雪的方法可能需要更多的商业经验和洞察力**。不过**格雷厄姆的方法可能会很长时间找不到可投资的目标，而且也很难应用于大资金**。但是，**若你严格遵循他对流动资本的安全要求，那么这方法是行得通的**。尽管可能不适合大资金，而且有些时间段里找不到投资目标。**格雷厄姆真的更像一个老师，而不是一个投资人**——我的意思是，他没有想要赚很多钱的冲动，他对此不感兴趣。所以他真的想要一些他认为可以教的东西作为他哲学和方法的基石。他觉得你可以坐在奥马哈读他的书，然后买一些统计上便宜的东西，你不需要对商业或消费者行为有任何特别的见解，或任何类似的东西。**我不认为这有任何问题，但我也不认为你可以用他的方式去管理规模很大的资金**。”

PS：

我觉得巴菲特在这儿解释的很清楚了，同时也是我觉得对普通投资者最有用的一些忠告。

如果你是一名普通投资者，市场先生、安全边际、能力圈等三项原则已经足够让你在有生之年获得不错的投资回报率。这个并不是乱说，格雷厄姆门徒之一——沃尔特·施洛斯（Walter Schloss），用 47 年的投资实践验证了格雷厄姆理论的有效性。

施洛斯在一次访谈中说过：“投资的关键不是赚得多，而是避免亏钱。格雷厄姆教会我的，是如何在市场的喧嚣中保持理性。”施洛斯正是格雷厄姆“授人以渔”理念的完美体现。他的成功证明了，普通投资者只需严格遵循安全和理性，便可获得优异回报。

综上所述，普通投资者应以格雷厄姆三大原则为底线，确保本金安全；以费雪方法为进阶，拓展优质标的；并时刻以芒格的洞察力为警钟，警惕“永久护城河”的幻觉。

.....

今天就这些了。

为什么说看不懂的财报就扔掉?

主题 | 财务质量、现金流与资本回报

原发布日期 | 2025.10.30　　作者 | 年报其语

通过复盘 1995 年伯克希尔股东大会上关于“会计游戏”的问答，解读巴菲特和芒格在投资中面对可疑财报时的核心原则。巴菲特明确指出，如果一份财报令人困惑或怀疑，投资者最好的选择是直接放弃这家公司，而非试图揭秘。他强调，会计报表能反映管理层的诚信，而可疑的报表是糟糕的信号。

结合自己的审计经验进一步分析，指出普通投资者与专业人士在理解会计上存在巨大鸿沟，“看懂”的门槛极高。我赞同巴菲特和芒格的建议，并拆解了巴菲特提到的具体财务“红灯”，如预付费用异常增加（可能隐藏资金掏空）和库存销售异常（指向产品滞销）。巴菲特的核心观点是，与其纠结于自己看不懂的复杂会计，不如坚守能力圈，投资于那些业务和报表简单、管理层诚信的公司。

. . . . . .

伯克希尔哈撒韦 1995 年股东大会问答环节**提问：**

“嗨，来自纽约的格雷姆·普里奇。我有一个两部分的问题，第一部分非常简短。我认为很多人很难对企业估值，因为存在一些复杂的会计制度。我们应该如何穿过会计花招的迷雾看清本质呢？你有何建议？？”

又是一个估值问题，不过这次的问题归因于了会计处理。仅仅看了两年的股东大会问答，就已经感觉到至少有 1/4 的问题是和估值、内在价值计算相关。只是每一次问的角度不一样，但是问题的本质没有变。

的确很多人对公司的会计处理总是心存疑虑。但不可否认的是，要想读懂报表就必须要先了解公司的业务，这一点是不变的。读懂了公司，也就了解了现金流来源，估值自然就有了。总的来说，估值的路线就是：

公司 → 生意 → 现金流 → 估值

回答 1：（巴菲特）

“这是个好问题。亚伯·布里洛夫(Abe Briloff)曾常常在《巴伦周刊》(Barron's)上发表文章， 揭露了很多会计上的阴谋诡计。《巴伦周刊》还在继续登这类文章。你是对的，的确有人试图用会计报表来描绘和事实相差很远的图画。有时候，会计规则本身导致了这种情况。**假如会计报表把你绕糊涂了，那么你就应该放弃这桩投资**,你应该有意识地这么做。**任何情况下，你都不应该靠近这种企业。我们从来没有从会计报表可疑的公司身上得到过好回报**。会计报表使人困惑是糟糕的一个信号。查理？。”

芒格：“有一次我做了一笔卖空交易，很成功（笑声）——在这样的情况下（可疑的报表）。”

PS：

对于会计问题，我最近也遇到不少朋友提问。巴菲特和芒格比较直接，明确告诉我们如果你都看不懂这家公司的报表，或者觉得财报的各项处理太过于复杂、难懂，那就直接放弃这家标的公司。

我认为的实际情况是，大部分普通投资者可以读懂一些财报数字，但并不具备判断会计处理是否复杂、是存在舞弊嫌疑的能力。一个喜欢大肆讲解会计处理的人，不一定真的懂会计处理。以我的审计经验来看，针对大家口中这些有疑点的会计处理，除非他能够把背后所依据的会计准则、应用指南、典型实施案例解释清楚，否则我能够一眼判断他只是懂了点条文规矩。

为什么要这么复杂？因为在审计过程中，一旦遇到真正棘手的会计处理事项，准则原文、应用指南、解释条例、典型实施案例、多家上市公司近几年的实际处理案例，全部要一一对应。规定、出处、引用、案例、解释，包括会计师和管理层在处理上的交流、歧义、达成一致或出现分歧等过程，全部要记录在案并明确最终处理结果。可能一些在事务所执业的朋友会问，咱我们没有搞这么复杂？我的回答是，严格按照执业准则和质量管理体系执行业务是底线，其他的需要自己悟。

普通投资者理解的会计处理和执业人员理解的会计处理，在本质上是有差距的。普通投资者只想知道报表是不是造假、业绩真不真实、影响股价上涨还是下跌；会计师只想确定是否符合会计准则要求、管理层有没有舞弊嫌疑、查不查得出来、签字有没有风险。

但这种差距并不意味着普通投资者就无法理解财报。大家要反过来想，正因为你不是会计专家，所以你更需要去投资那些任何人都能一眼看懂的简单生意。你的精力不应该花在研究会计处理上，而应该花在理解生意模式上。

巴菲特和芒格在会计和财报上的建议一直没错，如果你都觉得复杂、可疑、难懂，那你为什么还要一直纠结？

回答 2：（巴菲特）

“从会计报表上可以看出管理层的性格。现在有很多不好的会计报表，以前我们将其称为**“创造性的会计报表”**。假如这种做法被允许，那么可能还会越来越多。有些企业已经在会计花招方面走得非常远了。我对所有看起来可疑的东西都很怀疑。例如，假如某公司的**预付费用或递延资产账户开始增高到可疑的程度**，而且**库存和销售都出现异常**，那么显然这家公司你最好还是再多分析一次。 我们常常在人寿保险行业中看到经不起推敲会计报表。假如你不出售产品，收入和支出都是短期的现金，那么就给某些人玩弄数字带来了机会。有些人已经很擅长这些把戏了。有时候，**他们能长时间操纵股价或者成功推销企业，从而使自己或管理层发家致富，代价是股东利益长期受损**。所以我还是要说，**假如你对会计报表有任何怀疑，那么就放弃这家公司，换下一家吧**。”

PS：

这一段回答信息量比较大，我先帮大家整理一下：

1. 财报可以反映管理层性格
2. 预付费用或递延资产大量增加要分析背后原因
3. 库存和销售异常是个极其危险的信号
4. 通过操纵股价和企业画饼，使大股东和管理层致富，但小股东血亏
5. 听劝，实在看不懂就换一家，没必要纠结

第一个问题，财报反映管理层性格。

确实可以，管理层的第一标准是什么？我觉得大概率大家会投给 Integrity（诚信、正直）。财报可以反映出两层信息：第一层，公司业务背后的资产、运营状况和业绩结果；第二层，管理层如何对待公司、业务和股东。

我看财报主要看五点：现金流来源、净资产状况、资金流动性、运营增长性和竞争优势。目前我做的所有财报分享都是从这五点出发，再没有其他。在看懂这五点的基础上，我现在再来从头学习定性因素，效果的确是事半功倍，所以很庆幸我有财务基础。

至于管理层，如果报表都能够不诚实对待，你觉得管理层会好到哪去吗？更别说如何对待小股东了。所以我认为 Integrity 在管理层这个问题上是最重要的。另外，管理层的性格会体现在财报的每一个选择中：是选择在会计规则的边缘试探，还是选择保守稳健地披露业绩？是选择用大白话在股东信中真诚沟通，还是用复杂的术语、花里胡巧的预期隐藏真实问题？这些都是 Integrity 的体现。

第二个问题，预付费用和递延资产大量增加。

预付费用比较简单，概率最大的就是提前支付工程款、货款或原材料款。舞弊风险点在于通过外部未披露的关联方或其他内伙子，构建虚假交易套取公司资金。举个 A 股以前的舞弊案例，某公司通过对外宣传大型某项目建设，通过预付款从公司套走资金超 50 亿，最终因在建工程无法转固被曝光。

递延资产涉及的东西比较多，说几个简单的，比如坏账准备、存货跌价准备、固定资产减值准备、商誉减值准备等。这些项目突然大额增加意味着什么？总的来说，就是公司某一个业务的运作遇到问题，或者失败了。如果金额特别大，是不是该小心谨慎对待呢？

第三个问题，库存和销售异常。

这是公司生意的核心，库存和销售异常最后都会指向一个点——产品滞销。原因有很多，但大概率就是产品的差异化特征被其他产品替代了，要么是新产品出现，要么就是血拼价格战，但到最后都是一地鸡毛。

第四个问题，操纵股价、企业画饼，收割小股东。

避免这个问题的根源就是看懂生意和现金流，当然很多时候财报上都可以看得出来。这个问题反而不是技术性问题，而是人性问题，因为人们只愿意相信自己相信的东西。

最后一个问题，听劝，实在看不懂就换一家，没必要纠结。这没啥好说的，要么持续学习、要么真的就换一个更简单易懂的。

巴菲特的建议并非让我们什么都不看，而是让我们更高效的控制风险。对于普通投资者而言，与其在“预付账款”和“递延资产”上纠结半天，不如回归最简单的投资原理：公司 → 生意 → 现金流 → 估值。

不管在任何情况下，财报中最难造假的就是常年稳定、来自生意的充沛现金流。如果你连一家公司的现金流来源都看不懂，那公司讲述的“故事”再好，都与你无关。

.....

今天就这些了。

为什么投资不需要太多数学知识?

主题 | 能力圈、阅读与长期学习

原发布日期 | 2025.11.03　　作者 | 年报其语

巴菲特和芒格为数学背景的投资者（以及所有普通投资者）提供了一个基于商业常识和积累的投资学习框架：

投资的本质不是高等数学，而是商业洞察。

1. 能力建设：保持基本的数学意识和计算能力，但将精力集中于理解商业模式和经济关系。

2. 核心方法：进行大量阅读，特别是每年阅读几百份公司年报，以及格雷厄姆和费雪等人的投资经典。

3. 实践技巧：利用数据工具（如《价值线》）进行横向和纵向的企业比较，通过对比来理解关键财务数据的商业含义。

4. 最高原则：研究企业历史以理解其长期演化和管理层行为，但最终必须做到独立思考，对任何评级和建议保持警惕。

简而言之：多读、多比、多思，投资是积累商业洞察力的过程。

. . . . . .

伯克希尔哈撒韦 1995 年股东大会问答环节**提问：**

“我的第一个问题是，你说过你很难再像过去那样增长了，因为公司已经发展得这么大了，我想知道你能否详细说明一下。我的第二个问题是，我读到文章说你和数字打交道的本事非常好，你能心算。我是学数学的，但对于企业我懂的很少，我该读些什么或怎么做才能学会更好地投资呢？”

这个问题最重要的回答是第二个，特别是对普通投资者而言。这位学数学的投资者，疑惑的是懂数学却不知道该怎么投资；而不懂数学、又不懂投资的普通投资者，只会更疑惑。其实两者之间没有区别，因为投资要理解的内容，并不需要复杂的数学知识，甚至只需要我们具备足够多的常识而已。

回答 1：（巴菲特）

“好了，先说第一个问题。我的意思是，让我们在这个规模基础上保持快速增长是不可能的。**这就是答案，我们不能在 120 亿美元的基础上以 23%的回报来计算复利**。我们不知道该怎么做， 如果有人认为我们能做到这一点，那就大错特错了。我们认为我们的投资仍然可以做的足够好，但是之前很高的复合回报率，部分原因是我们的起点并不是 120 亿美元。我们在世界上从来没有见过像这样的复利回报率。所以，我们会忽略这部分，但是我们仍然可以做一些聪明的事情。”

PS：

这个问题容易好理解，资金量越大，随着可购买的标的公司越来越少，回报率会下降。就像现在的伯克希尔，手里的现金每一年都在创新高。这就像你赚的钱越来越多，但这些现金能够用出去的地方越来越少。最终的结果是，资产（现金）越来越多，利润越来越平缓，总体收益率会被拉低。

回答 2：（巴菲特）

“说说第二个问题。高等数学在投资中没有用处，**不过理解数学关系，能够进行所谓的量化或数字化，一般是有帮助的**。当某个领域的某个东西还关联到其他领域的什么东西的时候，那些能告诉你何时行得通、何时行不通的技巧是有用的。不过这并不需要极强的数学能力，这需要一定的数学意识和计算能力，我认为能够看到这一点是有帮助的。 我想，**查理和我在阅读一家企业的资料时，总是会将其与别的几十家企业相比较**，我们已经习惯成自然了。你应该总是以某种方式进行排序和筛选——这就像棒球中的球探，在考虑一个棒球运动员与另一个球员对抗时会怎么样。试想，你只有一个特定的号码，然后想着，‘一个人可能更快，一个人可以打得更好’等诸如此类的事情。它总是在你的脑海中，你在以某种方式排序和选择。**我觉得最好的方式莫过于大量阅读，**假如你**每年读几百份年报**而且**读过格雷厄姆和费雪等人的书籍**，那么**很快你就能够看出你面前的企业是好是坏了**。查理？”

PS：

量化到底行不行，詹姆斯·西蒙斯和 DeepSeek 的创始人梁文锋已经给出了答案，这个不需要太纠结。但是对于普通投资者而言，没有这样的数学能力和背景应该怎么办？

巴菲特和芒格给出的建议基本一致：

- 大量阅读
- 读经典的书籍
- 每年读几百份公司年报
- 将感兴趣的公司和阅读过的其他公司做比较

对于阅读的有用性，不外乎两种声音：阅读有用和阅读无用。前者倾向于从阅读中理解自己和世界，后者觉得“读万卷书，不如行万里路”；但其实还有一种，读万卷、行万里路，都得靠自己悟。我的经历告诉我，我属于前者。就像我拿到格雷厄姆的《证券分析》，我读到的是：会计知识在分析报表时的缩影，安全边际为普通投资者带来的安全感，定量和定性分析的同等重要性等等。

如果让我再选一次，我依然会选择阅读，而读公司年报更是一样。一年几百份年报，相当于一年认识几百家公司。在看完几百家公司之后，再怎么心里也会有自己的一些理解和判断在里面，这就为之后不同行业的公司作比较打下了坚实的基础。在过去两年，读全球各行业优质公司的年报的确让我受益匪浅，这一点在我现在写文章记录时，引用不同类型的公司举例能够清晰地感觉出来。这就是最好的进步证明，量变最终引起了质变。

巴菲特说他和芒格在考虑一家公司时，能够同其他几十家优秀公司做对比，这一点任何一个人在读一、两年公司年报后都能够做到，剩下的就是独立思考的问题了。

回答 3：（巴菲特）

“我想，要相互比较企业，美国能找到的最好的数据应该要数《价值线》(ValueLine)上的数据了。《价值线》的数据覆盖 15 年，**它是对美国很多大企业最好的一步到位的描述。我无法想象投资行业中持有普通股的人有谁的书架上会没有《价值线》。假如你对各种行业中的不同企业都心里有数，那么你就有很好的背景知识进行衡量**。假如你从没看过棒球赛，也没看过统计数字，那么你怎么能知道30%的打击手是不是一个优秀的打击手呢？**你要知道你所考虑的目标处在拼图中的什么位置**。《价值线》每 13 周提供一次数据，假如你浏览这些数据，那么你就能对美国企业长期情况心中有数。”

PS：

《Value Line》（中文译名《价值线》）在中国没有，如果有类似的刊物或者数据库，欢迎大家推荐。《价值线》最主要的内容就是把一家公司过去十多年的关键财务数据给出来。注意，是关键财务数据，不是全部财务数据。我之前尝试根据《价值线》的主体内容做过一些 A 股上市公司的类似解读，反应不错。之后我会继续更新类似的解读，大家看视频即可。

当不同行业的公司年报、关键数据看多了之后，自然心中会有公司对比的答案。你会明白，毛利率 90%以上意味着什么？ROE 常年 30%以上意味着什么？为什么同一个行业里的公司毛利率会明显的分层级？同样的高定价、高毛利率，为什么同行业内公司的利润和现金流却相差甚远？诸如此类的对比问题。

对比，就是多看。

回答 4：（芒格）

“顺便说一下，我根本不看《价值线》的时间性评级和股票评级。那些评级没有任何意义，它们列出来实在是太糟糕了。**重要的是统计资料，而不是评级**。我希望能够看到尽可能久远的数据，可是他们只提供过去 15 年的数据。”

PS：

独立思考，这是这个问题的最终回答。任何人给你的建议，如果你无法通过自己的独立思考得出答案，那和让别人直接给你钱没有任何区别。

回答 5：（巴菲特）

“查理和我都喜欢研究历史，可能我更喜欢一些。假如我现在考虑买可口可乐，我就会去找 1930 年代《财富》杂志对可口可乐的报道。因为**我喜欢能有大量历史资料在手头，这些历史资料可以让我知道企业在长期是怎么演化的，什么东西没变，什么东西变了，等等所有的一切**。可能我这样读历史资料，出发点与其说是为了决策，不如说是寻找乐趣更多一点。**我们试图买进永久持有的企业，如果你也持这种思路，那么你可能也需要回顾历史资料，看看永久持有会是什么样子的**。”

PS：

我以前觉得研究企业历史很麻烦，因为要花大量时间。但实际上，这是典型的想走捷径，当我明白我有走捷径的想法时，果断放弃。所以我最终还是一点一点的从头看起，无一例外。了解企业历史，并不只局限于看公司或 CEO 的传记，还有很多其他方法。我比较推荐的一种是：根据《价值线》或自己整理的企业历史财务数据，从企业最困难的那些年份中去寻找企业渡过难关的原因。

查出来的这些信息中，你会清晰地看到管理层在当时是如何运营公司的，遇到问题是怎么解决的，换了几次 CEO，公司的战略、核心目标、企业文化等是否发生了根本性改变。这些能帮我们在判断公司时多一些实质性的把握。

……

今天就这些了。

为什么巴菲特说他不按“几倍 PE”买股票?

主题丨内在价值、估值与安全边际

原发布日期丨2025.11.04　　作者丨年报其语

面对“应该在几倍 PE 买入”的提问，巴菲特明确表示，决定因素不是当前的 PE 倍数，而是企业的未来。他以可口可乐为例，强调要投向“球将要滑去的地方”。巴菲特和芒格都否认使用任何刚性的估值公式，而是采用一个“通用框架”，重点考量三个因素：当前的 PE 倍数、企业所需的再投资资本、以及再投资资本的回报率（ROIC）。

PE 只是一个引发思考的“信号”，而非买入规则，需警惕“价值陷阱”；而 DCF 等工具的意义在于辅助思考，而非精确计算。最终，巴菲特强调投资必须有足够的安全边际。投资在于独立思考和超越公式的“悟性”。

.....

伯克希尔哈撒韦 1995 年股东大会问答环节**提问：**

“我有一个估值的问题，具体地说是市盈率与利率之间的关系。我知道你不想为估值制定一个严格的公式，我也知道你不希望人们认为 20 倍市盈率是便宜的或者 5 倍市盈率还觉得太高.....目前的利率是 7~8%左右，也就是说股票合理市盈率应该是 12~13 倍，但私募市场上的收购已经以 17~20 倍的 PE 的价格进行。所以我想知道，你认为市盈率的合理范围应该是多少？”

问这个问题的人真的问题太长了，我先总结一下问题，他其实就是想问：“巴菲特，请你告诉我，你一般在几倍 PE 的时候买股票。”

回答 1：（巴菲特）

“**起主要决定作用的并不是现在的市盈率倍数**。例如，我们在 1988-1989 年以 11 美元/股的平均价格买进可口可乐。当时大多数预测认为可口可乐当年的每股利润将在 2.30 美元至 2.40 美元之间。这么看的话，我们当时的买价不到当年利润的 5 倍。不过，即便在当初我们买进的时候，市盈率倍数也很合算。

起决定作用的是企业的未来。就像韦恩·格雷茨基(Wayne Gretky，加拿大冰球明星)说的那样：重要的是要去球滑向的地方，而不是球所在的地方。**当前的市盈率倍数、再投资的资本**，以及**再投资资本的回报率 ROIC** 三者结合才能决定企业的吸引力。

虽然利率对我们的价值评估过程有很大影响，但是像 7.3%、7.0%或 7.5%这样微小的利率差别其实并不重要，虽然长远来看，利率是 11%还是 5%这种问题对我们的决策的确有很大的影响。

我们选股时不使用任何神奇的股价倍数。我们希望能买进那种 10 年后利润能大大高于现在，而且 10 年后前景依旧让我们看好的企业。但有些时候我们也会买些其他的。(笑声)查理？”

芒格：“我们不使用任何刚性的公式。”

PS：

重要的是未来，而不是现在。我认为在考虑企业估值时，需要有一个先后顺序。比如，以市净率 PB 切入，市盈率 PE 辅助，最后用 DCF 衡量价值中枢，三者是一个结合使用的过程。

市净率 PB 可以显示，股价与账面净资产的差距，提示你目前付出的买价是公司账面净资产的几倍。PB 越高，说明市场觉得这些资产未来可以产生很高的收益。

市盈率 PE 可以告诉你，市场对公司当下盈利能力的看法。PE 越高，说明市场觉得公司未来的盈利增长空间还很巨大。

现金流折现 DCF，可以从大方向告诉我们公司未来创造现金流的大概总数，方便我们判断是否真的搞懂这家公司的商业模式，以及价值和价格的差异。

巴菲特给的比较直接，投资标的要满足的基本条件有：

- 10 年后利润比现在多很多
- 10 年后依然是行业最赚钱的公司

而用来判断这些的数据指标，他也提了三个：

- 当前的 PE 倍数
- 需要的再投资资本
- 再投资资本的回报率

当前市盈率只是一个判断信号，帮助我们考虑市场现在对这家公司未来盈利能力的悲观信号。比如，一家公司 PE 倍数突然从 25 倍，调到 12 倍，这种突然的变化可以为我们提供独立思考的空间，是什么让这家公司的盈利能力突然下滑？市场为什么认为公司未来的盈利能力堪忧？这就是判断潜在低估的起点，但不是绝对。因为低估也有可能是陷阱，特别是公司永久性丧失盈利能力或者行业未来的空间不再。不过，如果一家公司真的突然间遭受巨大的利润下降、甚至亏损的情况，PE 会短时间失真并大幅上涨。

再投资的资本需求。好生意的前提之一，是未来不需要太多的资本支出就能维持增长或者稳定的现金流入。所以长期观察并理解一个行业内各个公司对资本支出的投入和控制，可以很好的帮助我们理解各自的竞争地位。如果看的公司够多，我们还可以直接做跨行业对比，这样可以更好地发现潜在的好生意。

再投资资本的回报率。我对 ROIC 并不是很了解，我更习惯直接用 ROE 做历史横向对比。只要一家公司的资本支出保持相对稳定，并且还能够维持住自己的 ROE，那么再投资资本的收益率就不会低。除非连续几年 ROE 下降明显，那么基本上意味着公司过去几年的资本投入暂时没有获得更高的资本收益。至于未来会不会获得回报，这就要考验对行业和公司的理解和洞察力了。

回答 2：（巴菲特）

“我们脑海中有一个通用的框架，你可以将其称为公式。**但是我们从不认为，我们能对具体企业了解到足以使用方程式来计算的程度**。例如，我们在 1988-1989 年买进可口可乐，我们对这家企业将来的长期表现心里有数，但我们从来没有进行计算。可能我们应该计算一下的。不过，我们认为精细到小数点后三位的那种精确(不现实)。我们认为，**假如你自以为你能精确计算，那么你就是在欺骗自己**。

因此，**在下决策的时候，必须有足够的安全边际，投资目标必须得非常诱人**，而且计算用不着精确到小数点后三位。

PS：

确实不需要纠结，精确的 DCF 计算本身就受到各种假设和参数的影响，任何一点参数变化都会让结果出现巨大的偏差。DCF 就是一个帮助我们思考公司产生现金流价值的工具。

回答 3：（芒格）

“我们不做任何僵化的公式化计算。”

PS：

还是一样，独立思考，得出自己的结论。有时候我真的觉得，投资这个东西需要些悟性，看似简单的东西，做起来还真不是那么回事。

今天就这些了。

1996

为什么把公司当“自家生意”看，估值瞬间就清晰了？

主题丨内在价值、估值与安全边际

原发布日期丨2025.11.07　　作者丨年报其语

评判回购的唯一标准，是股价是否低于其“内在价值”，而绝非 PE 或 PB 等机械指标。

当股价高于内在价值时回购会伤害股东，但困难在于正确估算内在价值。而可口可乐和 GEICO 这些优秀企业，即便在看似“昂贵”的 PE 或 PB 时回购，也因其真实内在价值远高于此，而为长期股东创造了巨大价值。

假设你全资拥有可口可乐，你是否愿意以当前 3,000 亿美元（25 倍 PE）的价格卖掉它？这个决策迫使你思考公司未来 25 年乃至更久的现金流总和。这种老板思维才是估算内在价值的精髓，它超越了任何固定公式。

.....

伯克希尔哈撒韦 1996 年股东大会问答环节**提问：**

“巴菲特先生，芒格先生，我是密西西比州杰克逊市的蒂姆·麦德利。我的问题是关于资本配置的问题。你曾表示，你喜欢公司的一点是管理层愿意回购自己的股票。我想知道，当股票的当前价格相对于其内在价值显得非常高时，你是否愿意花点时间谈谈你自己对回购的看法。还有一些人说，只要有合适的公司，就应该继续回购股票，不管价格如何。那么，你能谈一下，当股票的当前价格相对于它的内在价值是较高的时候，你是怎么想的呢？”

这是一个关于股票回购的好问题，非常的经典。

回答 1：（巴菲特）

“假如你在股价高于内在价值时回购股票，那么你就是在伤害你的股东，和在股价低于内在价值时增发股票一样，这是真的。当然，**困难的地方在于算出(正确的)内在价值**。

可口可乐公司是一个好例子。有些人看着可口可乐公司的高市净率或市盈率，就认为可口可乐公司在过高的价格回购股票。但在市盈率和账面价值以外，可口可乐背后有更多的价值，**内在价值远不止账面价值和市盈率**。任何时候，只要有人给你一些简单的公式来计算内在价值，忽略它吧。”

PS：

即使是股票回购，也要考虑价格和价值的差距。一个好的管理层，一个非常了解自己公司的管理层，的确可以判断出公司当前估值的高低。

我最近刚刚看完 Deckers Brands（UGG 和 HOKA 的母公司）近二十年的年报。在整理 DECK 的历史 PE 和股票回购金额时，能够清晰的感觉到管理层对公司股价低估的判断是相对准确的，并且会在股价极低的年份中大量回购股票。其余年份里，就按照每年净利润的 50%~60%正常回购股票，保证股东回报

率以及公司股票内在价值的提高。在看了越来越多的好公司之后，对于股票回购和现金股利分红的感知和看法，我的确有了极大的转变。

巴菲特说可口可乐的内在价值远不止账面价值和市盈率。我觉得指的是从 PB 和 PE 的角度考虑估值是不够的，市净率和市盈率是相对估值法，最关键的还是现金流折现。

以可口可乐今天 69 美元的收盘价为例，其市值为 3,000 亿美元。可口可乐在 2025 年 Q3 的净资产（账面价值）是 312 亿美元，所以市值是账面价值的 9.5 倍，那么以这个价格买下整个公司贵不贵？

这个问题要回到净资产本身。312 亿美元的净资产，Q3 赚取了 108 亿美元的净利润，前三个季度的 ROE 是 35%+。如果算上 Q4，预计全年净利润 120 亿美元+，全年的 ROE 估计 42%+，这个回报率你满意吗？

接下来，我们换个方式来看。

假设可口可乐是你自家全资控股的公司，目前的账面价值是 312 亿美元，但每年可以赚取超过 120 亿美元的利润。如果现在有人想一次性从你手里买走这家公司，出价 3,000 亿美元，相比你的账面价值就是溢价 9.5 倍，你愿意卖吗？

这样子我们就还需要再算一笔账，公司未来到底能赚多少钱？可口可乐当下每年产生的利润预计将超过 120 亿美元，而且只需要从利润中拿出 20%不到的资金来扩张和维持生意，剩下的 80%随便你支配，分红、回购随便选。而这家公司的生意、品牌、产品、渠道等享誉全球，可乐类产品全球市占率第一。

假设公司未来 25 年都不会有太高的增长，每年的利润和现金流就维持在 120~150 亿美元左右，所以 25 年下来累计的利润之和就是 3,000~3,750 亿美元上下。这里的 25 年，在我看来就是 25 倍 PE，正好就是可口可乐当前的市盈率。

我们再往更远的地方想一想，你觉得可口可乐在 25 年之后还会存在吗？每年创造的利润和现金流会更多，还是更少？如果你觉得没有人可以在可乐类饮料中超越它，那它就会一直持续地创造现金流，直到这个世界不再需要碳酸饮料为止。

假设你也是这么想的，那就意味着你觉得可口可乐在 25 年之后，还将继续创造更大、更多的现金流，这样可口可乐在未来创造的现金流之和就已经开始超过 3,750 亿美元这个数字，向着 4,000 亿、5,000 亿美元前进。那么现在对方开价 3,000 亿美元买你的公司，你还愿意卖吗？

或者你觉得 25 年之后，也许地球人已经不再那么需要冰阔乐了，那么现在 3,000 亿美元脱手公司就是一个好的选择，相当于提前兑现了未来 25 年将创造的利润总和。不过，如果你有幸又活了 25 年，发现 25 年后的可口可乐一年居然可以赚 300 亿美元，兴许你会有一些失望，想着当初我为啥要卖掉公司呢？传给子孙世世代代不好吗？

这个就是考虑未来现金流价值的过程。当中没有任何公式，就是纯粹的考虑你自家的生意在未来能做多久、能赚多少钱？

各位老板，你们会怎么选？

回答 2：（巴菲特）

“你必须得理解企业、理解生意才行。理解可口可乐公司(包括管理层)的人，就会理解且直率地说，**多年来依靠回购股票，可口可乐公司为自己剩下的股东增加了价值**。我认为一些人不理解可口可乐公司，或者使用机械的估值方法，因而对可口可乐公司的价值和其股票回购的对错作出了错误的判断。

当你有一门很棒的生意的时候，我们对于其能进一步把生意做好感到非常满意。我们同样对企业在股价低于内在价值的时候进行回购的行为表示欢迎。我可以这样说，假如是一家真正优秀的好企业，我算出的内在价值可能比大多数人算出来得高。多年来，在查理和我的心里已经生发出对一家真正优秀的企业它的能力的无限尊敬。我们知道好企业有多么稀缺。”

PS：

看完前面吹的牛，是不是觉得自己还是需要了解自家的生意，才能更好、更准确地评估自家的生意。如果这门生意真的特别棒，相信没人会愿意轻易出售的，最好就是世世代代的一直传下去，造福子孙后代。

至于回购股票和现金分红，在 1995 年股东大会中巴菲特已经回答过这个问题了。如果你找不到比 42% 的 ROE 更高的资本收益，回购就是一个好的选择。否则，把赚的钱直接分回给股东就是最好的选择。

回答 3：（巴菲特）

“我们拥有可口可乐公司 8%的股份，但通过他们的回购，我们对可口可乐公司的股权比例显著上升。我们认为当时那些认为可口可乐回购股价过高的人是错的，我想现在谁对谁错已经被事实证明了。所以，我强烈建议你们，**如果你们要判断回购或发行股票的明智与否，不要从账面价值的角度来考虑，不要从特定的市盈率 PE 指标来考虑，也不要考虑通过任何模型来判断**。相反，**你应该挑选自己理解的企业，然后思考你愿意出多少钱买它**。长期来看，关键在于回购时的股价是否相对于你愿出的那个价格打折扣。

我们持股的一些其他公司也发生了这样的情况。例如，**在过去 15 年里，因为 GEICO 回购股票，我们在 GEICO 的持股份额从 33%左右上升到 50%以上**，我们因此受益匪浅。我想说，其他继续持有的股东也受益匪浅。我们受益难以置信之多。同时对于 GEICO 而言，股票回购也是一个很明智的行动。**GEICO 一般是在股价为其账面价值两倍或更高时回购股票**。你也可以将其与其他保险公司相比较，说：“股价太高了。”不过 GEICO 并非其他保险公司可比拟，它是一家非常特殊的公司，我认为他们回购股票是非常明智的。”

PS：

可口可乐近 20 年赚了多少钱？都怎么用的？我给大家一个汇总：

- 累计净利润 1,532 亿美元
- 累计自由现金流 1,434 亿美元
- 累计资本支出 386 亿美元
- 累计现金股利 1,092 有美元
- 累计股票回购 496 亿美元

可口可乐近 20 年赚的钱：20%用于资本支出，60%发放现金股利，20%回购股票。这就是全球饮料行业的风向标，作为参照物或者标杆企业做对比是一个很好的选择。

今天就这些了。

为什么“理解越深刻，估值越简单”？

主题 | 内在价值、估值与安全边际

原发布日期 | 2025.11.10　　作者 | 年报其语

1996 年伯克希尔股东大会上关于“DCF 折现率”的提问，巴菲特给出的答案是：他**只使用无风险利率（长期国债收益率）作为折现率**，并且**拒绝添加任何“风险溢价”**，称之为“数学的胡言乱语”。

巴菲特指出，风险不在于折现率，而在于**对未来现金流的预测能力**。对于高科技等难以预测的行业，他的方法不是提高折现率，而是**直接回避**（承认“超出能力范围”）。

估值的核心是“理解深刻”而非“计算复杂”。当一个你深刻理解的资产，其价格远低于你用无风险利率算出的“原价”时，就是该“兴奋”的时刻。

. . . . . .

伯克希尔哈撒韦 1996 年股东大会问答环节**提问：**

“为了判断公司的内在价值，你说过，你预测股东未来若干年能获得的利润，然后用目前的利率将其折现。在折现的时候，假如你要求溢价的话，你要求多高的溢价呢？例如，如今长期国债的收益率在7%左右，你对可口可乐公司的股东利润进行折现的时候，你会用多高的折现率呢？”

但凡使用现金流折现，折现率的选择就是一个大问题。折现率就是投资要求的最低回报率，至于这个最低低到什么程度，一般情况下就是无风险利率，比如 10 年期国债的利率。但绝大部分人是不满足于 10 年期国债利率（现在 1.85%，几年前 3%）的。

回答 1：（巴菲特）

“很多人问过我们这类问题。在我们以前的年报里，我已经做过一定程度的回答。至于我们采用的**折现率，我们一般参照长期国债收益率。我们不认为自己能够预测利率升降**，不过在利率很低的时候，我们喜欢用略高一些的利率。

这个估值方法并不考虑风险，因为实质上，这个**估值理念纯粹是未来的现金流折现**。不管现金来自于一家高风险的企业还是一家安全的企业，也许我该说“所谓的”安全的企业，现金都是一模一样的。一家能 100 年不倒闭的**自来水公司产生的现金和高科技公司产生的现金都是一样的**，如果这家高科技公司能在同期产生现金的话。

分析高科技公司可能更难。因此计算完成之后，要对结果打一个较大的折扣，或者你也可以判定你完全没有能力估算。对我们来说，**大部分这类公司都超出我们的能力范围**。我们的信念是**坚持努力分析我们认为我们能够合理预测其未来的公司**，很显然，没有人能完美预测未来，但是有一些公司我们认为我们有合理的把握。”

PS：

这个问题分两个部分来讨论：第一，现金流；第二，折现率。

先说现金流。

自来水公司、高科技公司产生的现金流都是一样的，因为都是赚的真金白银，但两者产生现金流的过程不一样。自来水公司，是根据居民的用水量，每个月定期计量收费，一个月收一次现金。高科技公司，前期很长一段时间都是烧钱，只有在出现行业头部赢家的局面时才可能开始有正的现金流入。前者是每个月都有钱收，属于细水长流；后者是长时间残酷竞争胜出的头部公司，在未来获得整个市场大部分的现金流入，属于赢家通吃。

这两种类型的公司，谁的现金流更好判断？显然是自来水公司。高科技公司太过于依赖未来的预期，虽然一旦押对就是全胜，但同样失败就是什么都没有。高科技公司的风险和收益是共存的，只是更像一场赌博。有些人认为风险高、收益大，所以应该要放手一搏；而另外一些人觉得在没有风险的前提下慢慢赚钱是一种享受。策略的选择完全在于个人倾向。

我今天看完《证券分析》第 28 章（安全边际）的内容后，才发现格雷厄姆在那个年代对投资的包容性是很高的。不管是 K 线、波段操作、成长股选择、豪赌未来盈利趋势等各类方法，只要是有能力驾驭这些赚钱方式的，都可以算作是投资。只不过这些方法并不适用于所有普通投资者，因为格雷厄姆寻找的是一种“普适”的投资原则，能够传授给任何人。这个普适的投资原则，就是“安全边际”。那么如何评估安全边际？在现金流折现时，折现率的应用就是典型例子。

接下来，我们聊聊折现率。

折现率，也叫投资者要求的回报率。其最低收益就是无风险利率，通常指 10 年期国债利率。在现在的低利率时代（1.85%）之前，国债利率是 3%+。但是，普通投资者是不会满足于这么低的收益率的，否则普通投资者的大部分资金就用来买国债和银行理财产品，而不是买股票了。所以，绝大部分的人都在寻求更高的回报率，所以使用的折现率自然就更高。但是我们如何来理解折现率？举个栗子。

假设一家公司在未来 20 年，每一年的现金流都保持不变，比如 100 亿。如果我们按照 3%的无风险利率对其现金流折现，得到的现值就是 1,488 亿。可是每个投资的人都想赚得更多，那么如何才能赚得更多？

在折现中，就是使用更高的折现率，我们使用两个折现率做对比。第一个折现率，10%；这样我们使用 10%的折现率对上述现金流折现得到的现值就变成了 851 亿。第二个折现率，15%；得到的现值就是 626 亿。

我们把上述三个结果综合起来做解读。

同样是投资，如果你仅仅是想获得 3%的无风险利率，那么你出价 1,488 亿就能买下这家公司的全部现金流。不过这对大部分的投资者来说，回报都显得太轻微。因为我们都想获得更高的收益，所以我们把预期的收益率提高到了 10%。不过，为了赚更多的钱，我们的买价就需要比 1,488 亿便宜得多才行。便宜到什么程度？只需以 851 亿购买上述现金流，就能够在未来稳稳获得 10%的收益率。但是总有更贪心的人，想要拿到 15%的回报率，这个时候我们的买价就需要更进一步便宜到 626 亿。

以无风险利率 3%为基准，给出的上述现金流价值的“原价”是 1,488 亿。如果想要获得 10%的收益率，那么需将“折后价”压低至 851 亿，相当于打了 5.7 折；而 15%的收益率，则意味着“折后价”进一步低至 626 亿，相当于打了 4.2 折。

要想获得更高的投资回报率，就需要更多的折扣，这就是安全边际原则。

回答 2：（巴菲特）

“我们不分析低于我们理解程度门槛的目标。我们坚持分析那些我们自认为理解得很深很透彻的企业，努力避免使用各种华丽的风险系数，因为坦白说，我们认为这些风险系数只是数字游戏而已。

我认为，**对于所在行业五年一变、自身高度不确定的企业，你给它做出的估值没有任何意义**。假如你说，鉴于该公司的情况比较复杂，因此我使用的折现率要额外提高 6%，我认为这么做毫无道理。可能在数学上看起来是很有道理，但我认为这是数学的胡言乱语。**你最好坚持你能理解的业务，使用政府债券利率进行贴现。当你能以很低的价格买到你很了解的东西时，你就应该开始兴奋了**。查理？”

PS：

所以折现的原则其实很简单，就是你理解标的公司的程度。理解越深刻，估值越简单；理解越片面，估值越离谱。最后这句话就是一个总结，以无风险利率折现得到的企业价值，安全边际越高，意味着你买得越便宜，自然未来你获得的投资回报率就越高。

. . . . . .

今天就这些了。

为什么芒格反问：“巴菲特走了，可口可乐就会卖不动吗？”

主题丨管理层、企业文化与治理丨投资决策、机会成本与组合选择
原发布日期丨2025.11.12　　作者丨年报其语

巴菲特谢幕，芒格去世，致敬永远的巴芒组合。

.....

伯克希尔哈撒韦 1996 年股东大会问答环节**提问：**

“我们希望保护我们的规模巨大的投资。我从蓝筹邮票时代就持有伯克希尔的股票了。也许我们可以下止损单，买一份保险，或者要求查理在你离开后扮演你的角色。但是这些措施都称不上是有吸引力的选项。我是很认真的问你这个问题。作为一个股东，我非常担心伯克希尔成了你一个人的天下，你对此有何看法呢？”

30 年后，巴菲特正式谢幕。而这个问题巴菲特在 30 年前就已经回答得很清楚了。

回答 1：（巴菲特）

“首先，**伯克希尔并非我一个人的天下。在资本配置方面，是两个人的天下**，这是毫无疑问的。**在经营方面，伯克希尔旗下的子公司由很多经理人管理**，这些经理人业绩出色，无需任何来自查理和我的指点。

从根本上说，我持有的伯克希尔股票将随我一起离世。我死后，这些股票将会被我的家人持有或者被基金会所有，具体情况取决于我和我的家人谁先辞世，不过那将是很久以后的事情了。没有谁会比我还要关心我去世后公司的管理，**伯克希尔不会在我去世后就土崩瓦解**，也不会在巴菲特的家人去世或巴菲特基金会停止存在后就土崩瓦解。**这个问题查理和我都思考过**。

最有可能的情况是，你必须摆脱那种认为这是一场个人秀的想法，因为现在我们说话的时候，有 3.3 万人在伯克希尔工作。我呢，就坐在这看关于我的电影。大家可以看到我对这家公司有多重要。

除了配置资本以外，我们还鉴别优秀的经理人，并且希望能吸引他们留下来，这种工作用不着智商达到 150 或者别的什么才能。不过，**的确需要一定的悟性，能明白为什么有人愿意一大清早起床，以及他们为什么想做他们做的事情。”**

PS：

资本配置，由巴菲特和芒格主导；但公司的经营下放至优秀的经理人。在这个问题上，一个好的管理者确实非常重要。管理层的 Integrity 排在所有品质的第一位，如何判断 Integrity，看下巴菲特的回答：

- 悟性
- 热爱
- 知道自己在做什么
- 明白自己为什么做

除了悟性，剩余三个也是我们每个人一生的追求。可能有小部分人在很年轻的时候就想通或者明白了，但大部分人都会在人生步入到一定年纪，或者经历过大起大落之后才会开窍。这就需要悟性，而是还关系着时间的早晚。早开悟、晚开悟，虽然会影响成就的高度，但是最终都会得到自己想要的答案。人生就是一场修行，找到自己的热爱，一辈子做下去。

另外，在这儿是可以很明显地体会到——“买股票，就是买公司”这个理念的。因为资本配置后，享受的是公司未来每年经营赚取的现金流和分红，以及资本再投入创造的复利增长。

我觉得这个问题已经不需要再过度思考，答案不会再变了。

回答 2：（巴菲特）

“这要看我们两个什么时候去世，查理年纪比我大一点。当我不在的时候，伯克希尔可能会依旧是两人执掌的模式，但是与查理和我的模式略有不同，**派一个人负责投资和资本配置是符合逻辑的**。在年报里我提到的路易.辛普森适合这个位置，因为他比我年轻。还会有一个人负责经营，现在我们公司内部就有合适的人选。

我也不知道我去世时的情况会怎样，因为这可能是 20 分钟后，也可能是 20 年后。所以，虽然我们有适合这两个岗位的人选，但是我现在还不能把继任者的名字告诉大家。**虽然 20 年后我们照样会有合适的人选，但是我不知道那时候的人选是否不变**。

这是一种很合理的经营方式。GEICO 就是这样运作的，现在仍然是这样，而且已经有好几年了。财产意外险保险公司运作缺乏逻辑的程度总是让我震惊，因为这类公司有很重要的投资业务。但是实际上在所有此类公司中，投资业务都被当作保险业务的从属业务。GEICO 在若干年前建立起一套联席 CEO 制度，一开始是比尔·斯奈德(BillSnyder)，然后是托尼·奈斯利(TonyNicely)负责企业的保险业务，路易·辛普森(LouSimpson)则负责投资业务。**保险和投资是两个差别很大的工作**。大多数情况下，一个人不可能同时胜任两者。一个人同时能做这两个工作的情况非常罕见。(所以 GEICO 的解决方案是)非常符合逻辑的。GEICO 已经这样运作好多年了。效果现在依旧非常好。**路易负责投资，托尼负责保险承销**。”

PS：

一语中的，尽管辛普森此前曾被指定为巴菲特的接班人，但他在 2011 年退休。这里印证了巴菲特那句话，未来谁接任还不好说。而若干年后，副董事长格雷格·阿贝尔将接任巴菲特，另一热门人选阿吉特·贾恩继续负责保险业务，形成双轨制管理架构。这也符合巴菲特最初的设想：一人负责投资，一人负责经营。

回答 3：（巴菲特和芒格）

巴菲特：“伯克希尔和 GEICO 略有不同，伯克希尔的制度是 GEICO 的一个变种。**在伯克希尔总部，我们需要有人追踪所有子公司的一切动态，但是却无需进行过多干预，只要确保经理人是合适的人选而**

且经理人的薪酬制度是公平合理的就行了。所以我们需要一个人负责经营，我们也需要一个人负责投资和资本配置，我们现在有这些人了。你知道，无论什么时候发生，我们也会有他们。

这就是伯克希尔的想法，我们有一些很好的生意。顾客买喜诗糖果可不是因为我坐在奥马哈的某个办公室里。顾客买 GEICO 的保险也不是因为知道我担任董事长。**那些企业都是非常出色的企业，它们会继续表现很好。但是会有资产配置的问题，这个问题现在就存在**。还有一个问题是要留住优秀的经理人，公正地对待经理人，这个问题是可以解决的。从基维特广场展望，那就是我们的未来。查理？”

芒格：“假如你想一想我们的资产，那么你就会很快断定我们的强劲势头会继续下去。**难道伯克希尔一个经理去世，可口可乐就会突然卖不动了吗？吉列刀片会突然没人买了吗？GEICO 的运转会突然变得不明智吗？内布拉斯加州家具市场会突然不再努力经营了吗？**所以你可以认为，我们现有的资产无需总部的英明也能照样运转下去。(笑声)但是沃伦走了也有不利之处，我认为假如指望有谁的投资能像沃伦过去一样出色，那是不切实际的。”(掌声)

巴菲特：“这话我爱听。”(笑声)

PS：

不管是巴菲特，还是芒格，在这里都已经说得很清楚了，“我们拥有的是生意，生意不会因为我俩不在了就不经营了。”

祝愿各位早日挖掘到自己懂、还能永远持有下去的好生意。

再次致敬最爱的两位老头，永远的巴菲特，永远的芒格。

.....

今天就这些了。

为什么“到手 1 元”比“留存 1 元”更好?

主题丨资本配置与股东回报

原发布日期丨2025.11.13　　作者丨年报其语

真正伟大的企业不需要良好的管理，生意模式永远是第一位。

普通投资者无法近距离观察 CEO，必须依赖“代理指标”。这个最佳指标就是“长期、稳定、高比例的股息支付记录”。管理层对小股东而言是“高风险、不可控”的。不分红、高留存的做法，极易滋生管理层舞弊——他们可能通过“虚假项目”或“关联方交易”来“套取”留存收益。因此，一个像可口可乐那样敢于将 80%以上利润返还股东的公司，不仅证明了其强大的现金流，更是其“诚信”的最高体现，是值得“大手笔下注”的行业标杆。

. . . . . .

伯克希尔哈撒韦 1996 年股东大会问答环节**提问：**

“我叫约翰·韦弗。我是来自华盛顿贝灵汉的股东。年报里你讨论了什么是好生意。你的收购标准之一是管理。你能谈谈你是如何决定什么是好的管理，以及你是如何决定你是否有一个好的经理的吗？”

今天正好读完《证券分析》第 29 章——普通股分析的股息因素，其中就股息分派专门提到了管理层的问题，对各位判断管理层的 Integrity 是有帮助的。

回答 1：（巴菲特）

“真正伟大的企业不需要良好的管理。我的意思是，这必须是一个很棒的生意。**经营不善的企业，只有管理有方，才能成功，甚至生存**。我们物色那种了解自己的企业、爱自己的企业、爱自己的股东而且愿意像对待合伙人一样对待自己股东的管理层。

不过我们还是很关注企业的基本面的。假如我们旗下有一个经理人我们认为很优秀，但是此人在管理一个糟糕的企业，我们以前投资过糟糕的企业，我们所能采取的最聪明的行动可能莫过于把这人调出来，放到别的企业里去。

美国各家企业的经理人的才华存在天上和地下的差异。财富 500 强企业的 CEO 们的选拔程序和美国奥林匹克田径队选拔运动员的程序截然不同。美国企业选拔高层并不像美国奥林匹克代表队选拔运动员那样有一个统一的标准。所以美国有些经理人很有能力，有些非常厉害，不过也有很多非常平庸。

我认为在一些案例中，谁的业绩出色是相当容易识别的。就像寻找一个棒球手，指望其将来能打出 30%的时候，我们喜欢选择以前就能打出 35%或 36%的棒球手。假如有个人说，“我去年打出 12.7%，不过我现在买了新球棒，而且还请了新教练。”或者经理人请到一个管理咨询师当军师，那么我们都抱非常怀疑的态度。一个击球软弱无力的打击手宣称自己能突然变成一个有力的打击手，我们不怎么相信。

然后，**我们试图弄明白管理层对待股东的态度**。在美国企业界，管理层对待股东也并不统一，其实离统一远得很。不过要强调，**我们希望的是好的管理人员在好企业里**。我在年报里描述了汤姆·墨菲，在他管理大都会公司的那几十年里，他的能力和正直无人能够媲美。你可以从 50 个不同的途径发现

他的能力和正直。他为股东着想，他不仅仅想着股东，而且还为了股东的利益采取行动。在他打造企业的时候，他只采取有道理而且符合股东利益的行动，从不为了满足自己的自负(或私利)而乱来一气。

并不是所有的管理层都是汤姆·墨菲。当你发现一个这样的人，而且这人在一家很好的企业里，那么你就应该大手笔下注，不要重蹈我过去的覆辙——我曾经出售过一两次大都会公司的股票。”

PS：

在管理层的问题上有一个前提：公司的生意模式要好。否则，再好的管理层也不一定能保证企业的持续存活，然后才是对管理层的考察。

对普通投资者而言，要想长期近距离接触和观察管理人员的日常经营和理念，几乎是不可能的。所以在这个问题上只能通过其他方式进行判断，其中对普通股投资影响非常大的一个点，就是股息因素。

企业由管理层经营，并带来当年的业绩和盈利情况。但是公司挣得钱有两个用途：

- 留存在企业
- 作为股利分派给股东

企业每年的盈利到底是留存企业对股东有利，还是作为分红返还给股东自己安排更合理？实际上这个问题由两个要点构成：

- 公司真的需要留存那么多钱来供未来发展吗？
- 管理层是否真的是为股东利益最大化在经营？

巴菲特和芒格在股东大会上经常提到：“每 1 元的累积盈余，未来能否带来 1 美元的收益？如果不能，最好把利润分配给股东，只留下必要的资本支出”。

盈利再投资是一个必须项，因为公司每年都需要资本支出来维持或扩张生意。公司间的不同是，生意每年所需要的再投入（资本支出）的数额不一样。我们举个例子：

对于普通的挣钱公司来讲，假设公司今年挣了 100 元的利润，这些利润的分配情况如下：

- 现金分红：40~50 元 | 40~50%
- 资本支出：≤30 元 | ≤30%
- 留存/现金储备：20~30 元 | 20~30%

事实上，以上列举的利润分配比例，绝大部分的公司都没办法长期维持。一来公司生意模式不同，挣钱的能力不一样；二来，维持和扩张生意所需的资本金额也不一样。很多生意，都需要不停的投入和扩张，背后需要的新资本投入比我们想象中的大得多，但是却不一定能够获取比以前更高的回报。在这种情况下，还能把每年近一半的利润拿来分给股东的公司，数量本身是很稀少的。因为这要求公司每一年，都要创造出稳定的现金流才行。

如果我们再把眼光往上放到最优质的公司中，这个分配的比例就能体现出公司与公司之间的不同。我直接用可口可乐的分配标准做一个示例，假设可口可乐今年同样挣了 100 元的利润，这些利润的分配情况如下：

- 现金分红：60~80 元 | 60~80%
- 股票回购：0~20 元 | 0~20%
- 资本支出：≤20 元 | ≤20%
- 留存/现金储备：0 元

可口可乐的生意模式是怎么样的？每年创造大量的现金流，不需要太多的资本支出，多余的利润直接分给股东自行分配，或者回购股票增加每股的内在价值。从比例上看，公司只需要留存 20%不到的现金流即可，其余的全部返还给股东。

对于普通投资者来说，通过现金股利得到 1 元的利润，比把 1 元留在企业当作累积盈余更有价值。一方面，普通投资者没有太多的话语权；另一方面，管理层如何使用留存的盈余是一个高风险的不可控因素。所以普通投资者自然应当要求自己看好的公司同时具备强大且持续的盈利能力，以及稳定且丰厚的股利支付能力和历史。

或许大家会问，管理层难道不比我们普通人能更好地使用留存的利润，以帮股东在未来创造更多的收益吗？答案还真的是否定的，因为大家忽略了一个高风险问题——管理层一定诚信吗？

在绝大多数情况下，管理层有很大的风险用不明智或者不公平的手段，去行使支付或者预留盈利的权力。因为从审计的角度来看，管理层或大股东，通常是公司舞弊的开端。

怎么舞弊？常用手段就是通过虚假项目或关联方交易套取公司的累积盈余，因为这就是长期不分红的目的之一。如果大家有兴趣回顾过去 10 几年的大型造假案例，你们会发现除了纯粹的收入、利润造假以抬高股价外，舞弊最多的就是股东或管理层从公司套取资金，然后放进自己的腰包。

上述所有的讨论都是为了提醒大家，当我们普通投资者没办法通过近距离接触管理层来判断其诚信、正直的程度时，最好的办法就是拿历史分红记录作为参考。因为能够长期（比如，10 年以上）维持较高股利支付的公司，本身在盈利和分红的能力上，大概率就是该行业中的标杆。

……

今天就这些了。

为什么你总是“想买又不敢买”？（因为你根本“不懂”）

主题丨投资决策、机会成本与组合选择

原发布日期丨2025.11.16　　作者丨年报其语

. . . . . .

伯克希尔哈撒韦 1996 年股东大会问答环节**提问：**

“我对你们多元化经营的政策以及你们如何集中投资很感兴趣。我研究过你的年度报告可以追溯到很多年前，在过去的几年里，你有很多股票在你的有价证券投资组合中。但在 1987 年，你只有三只股票。我有两个问题。考虑到你现在在投资组合中的股票数量，这对你对市场的看法意味着什么呢？第二，似乎无论何时，你进行一项新的投资，你所持有的新头寸永远不会少于总投资组合的 5%也不会超过总投资组合的 10%，我想看看我说的对不对？”

分散化，还是集中投资？

我认为在 1996 年股东大会的所有对话中，巴菲特和芒格对这个问题的回答是最精彩的。

回答 1：（巴菲特）

“关于第二点，你的理解是不正确的。我们有一些你甚至看不到的头寸，因为我们在上一份报告中只列出了超过 6 亿的头寸。显然，这些都是较小的金额。**有时候，那是因为他们是规模较小的公司，我们无法购买很大的金额。有时是因为我们买了之后价格上涨了。**有时候，这是因为我们甚至可能在抛售头寸。所以没有什么魔法，**我们喜欢把很多钱投入到我们感兴趣的事情上。**

这又回到了分散化的问题。**我们认为对知道自己在做什么的人来说，多元化实际上没有什么大意义。**多元化是一种对无知的保护手段。假如你要确保你绝不跑输市场，那么你就该每样都买一点儿。**多元化没有错，对于不知道怎样分析企业的人来说，多元化是完美的明智选择。**

假如你知道怎样评估企业的价值，那么持有 50 只、40 只或 30 只股票就是疯狂之举。因为不管怎样，**一个人是不可能找那么多的被低估的好公司的。**不去多买一些非常好的企业，却把钱投进一个由 30 或 50 家公司组成的有吸引力公司列表上，在查理和我的眼里，这种行为是疯狂之举。这是一种习惯做法，假如你的目标是达到市场平均水平，那么多元化能保证你不被炒鱿鱼。**但是照我们看来，若你采用多元化策略，那就是坦白承认你并不真正理解你投资的企业。**”

PS：

当你感兴趣的公司出现潜在低估情形时，最害怕的情形是啥？我认为有两个：第一，在你刚开始买的时候，股价就已经开始迅速反弹，说明市场可能已经反应过来；第二，想买的时候没钱买，或者想买又不敢买。两种情形都反向说明了一个基本的问题——你对自己感兴趣的公司并不是很懂，至少在估值和安全边际这个问题上是犹豫的。从这个角度理解，就可以发现巴菲特为什么要说喜欢把钱投入到感兴趣的事情上。因为兴趣和爱好，是驱动热爱和深入专研的最大动力之一。只有你深入理解和研究后，才有可能来判断自己懂不懂这个问题。

巴菲特接下来说的这个点，“我们认为对知道自己在做什么的人来说，多元化实际上没有什么大意义. . . . . 多元化没有错，对于不知道怎样分析企业的人来说，多元化是完美的明智选择。”

我理解的是这里说了两个类型的投资者。第一种，明确知道自己买的是什么，投的是什么，赚的是什么钱，自然不需要分散化；第二种，并不知道自己到底买的啥，所以需要避险，最好的办法就是适当分散。我认为第二种方法并不是不好，因为大部分的普通投资者确实不一定清楚自己到底在买什么。

从我自己的经验来看，真正让你挣钱且持续挣钱的，大概率是你最懂、且持有时间最长的那一只。所以到最后，不管你是不是一个成熟的投资者，你大概都会逐渐形成一个自己理解、但别人并不一定理解的稳定盈利圈子。只不过每个人的不一样而已，甚至很多人会认为这是长期形成的“某种感觉”。这大概就是能力圈的形成，也是从分散走向集中的一个必然过程。但如果你觉得集中策略只是单纯的持有 3、5 只股票，那就错了。集中策略的核心并不在数量本身，而在于你是否明白、且懂你持有的公司。在这里，“懂”意味着付出，因为要学习和理解一家公司，需要付出的努力和时间可能远超你的想象。

大部分的普通投资者，并不是不想学习，而是觉得需要付出这么多去学习一个新的东西，最后却不一定能获得收益。这种付出远超、甚至没有收益的短期状况，才是普通投资者最难以忍受的地方。更何况即便当下你搞懂了一家公司，但市场目前给出的市值是便宜、合理还是偏贵？估值的考验同样是每个投资者必须要经历的。

所以集中持股难吗？实际上很难。

回答 2：（巴菲特）

“你知道，**基于个人投资组合，我拥有一支股票。但这是我知道的生意，这让我很舒服**。(笑声)我是否需要拥有 28 只股票，才能有适当的分散化？这将是无稽之谈。在伯克希尔，我可以挑选出三家公司。如果他们是我们唯一拥有的公司，我将非常高兴，我所有的钱都在伯克希尔。现在，**事实上我们可以找到更多，而且还在不断增加。要想在这一生中做得很好，三件出色的事情是远远不够的**。

一般人不会遇到这种情况。我的意思是，如果你看看这个国家是如何创造财富的，他们不是由 50 家公司组合而成的。**它们是由一个个认为自己拥有出色业务的人创建的，可口可乐就是一个很好的例子**，很多财富都建立在此之上。没有 50 家可口可乐公司，也没有 20 家可口可乐公司。假如真有这么多好公司，那就太好了，你可以买很多。**在一组好公司里随便你怎么多元化，业绩都和集中投资一家好公司一样出色**。”

PS：

所以巴菲特才回答说，他拥有一只股票，实际上是因为他懂了这门生意。事实上，好生意的确不只是一家公司拥有，连最难的零售业都能走出开市客这样的好生意。也许很多人看到开市客仅 13%的毛利率会觉得实在是太低了，但是懂的人会明白除去运营费用后，接近 100%的会员费利润率和 92%+的全球续费率意味着什么。不过，这样的公司股价也是真的贵；或者说，优质的公司股价通常不会便宜。

我们需要不停地学习和挖掘自己能理解且估值合理的公司，在未来几十年的漫长时间里，随时做好准备。因为机会，只为有准备的人而存在。

回答 3：（巴菲特）

“**只可惜你找不到那么多好公司**，事实是你用不着多元化。**长期来看，经济的盛衰和竞争不可能伤害到一家真正出色的公司，我说的是能够轻松应付强劲竞争对手的好公司**。投资这样的三家公司，好过投资 100 家普通的公司，投资这三家公司更加安全。**投资三家容易识别的好公司的风险比投资 50 家著名的大公司更低**。这三家公司不会遇到什么逆境，一帆风顺正是好公司的特质之一。假如我自己家

未来三十年里的财富取决于一组公司的收入，那么我可以向各位保证，我宁愿从我持股的那些企业中挑选出三家公司对其进行投资，而不是持有一个 50 家企业组成的多元化投资组合。查理？

芒格：是的，他的意思是，现代企业金融课程中的很多内容都是垃圾。(掌声)你千万不能相信那些东西，比如说现代投资组合理论…. ”

PS：

看股东大会现场回答视频，到这儿我实在忍不住按下暂停键笑了会儿.....芒格的名场面总是来得如此突然。好公司及其竞争优势的维持，与金融理论谁更有效，几年的操作下来自然会有答案。

回答 4：（巴菲特）

“这种理论毫无用处，这种理论告诉你怎样取平均数。不过我想，五年级的小学生几乎个个都会取平均数的，这有什么难的？(现代投资组合理论)非常复杂，里面用了很多小希腊字母，还有各种东西，让你觉得这理论好高深啊，可惜完全没有增加任何价值。(笑声)”

芒格：“就连我也搞不懂那些理论，因为我是一个痴呆的学生(笑声)，他们用一些模型结构理论来分类痴呆症。现代报资组合理论是另一种痴呆症，我都无法将其归类。(笑声)那是很奇怪的理论。”(巴菲特笑)

巴菲特：**“如果你在你的生活中找到了三家很棒的公司，你就会变得非常富有。如果你理解了它们——坏事不会同时发生在这三个公司身上。**我的意思是，这就是它的特点。”

芒格：“也许复杂解释了为什么会有那么多痴呆症患者，假如你相信沃伦的话，那么整个商学院课程一周就能教完了。”

巴菲特：“假如那样把秘诀都用简单的话教给学生，那么大主教怎么在外行面前摆谱呢？所以学术界从来都不愿意这么做。(笑声)”

芒格：“没错。”

PS：

我经常觉得这两个可爱的老头就是每年在股东大会问答环节唱二人转，逗大家乐呵。说到取平均数，那些痴迷于深入研究 DCF 模型每个假设、参数和细节，极度追求所谓的“模型准确性”的朋友，一定知道这是啥意思。不光平均数，75 分位、25 分位，背后的意思都一样。本质也是在假设情况的好坏，就像我们经常说的策略要分三六九等，最好准备上、中、下三策，以备不同情况的发生。

实际上，这都是我们自己主观意愿的推测。我以前太喜欢用 DCF 模型了，直到我发现这些“准确”假设的背后，大都源自于我个人过于乐观的看法时，我突然就明白了那句话，“模糊的正确胜过精确的错误”。

能够一眼定胖瘦的东西，哪还需要那么复杂的计算过程。

……

今天就这些了。

为什么你总是“有钱时没机会，有机会时没钱”？

主题 | 投资决策、机会成本与组合选择

原发布日期 | 2025.11.17　　作者 | 年报其语

如果你确信这是一家 30 年后依然强劲的公司，那就立即买下来，因为好企业太难找了。试图择时、等待“流感疫情”式的恐慌，并不是一个明智的策略。假设股市不存在，我们应该像购买私产生意一样去投资。

. . . . . .

伯克希尔哈撒韦 1996 年股东大会问答环节**提问**：

“我有一个简短的问题。你说过，如果你有三家伟大的公司，出色的企业，它们可能会伴随你一生。我有一件事在某种程度上震撼了我，70 年代大熊市那些伟大的企业被击垮了。现在你把大赌注押在它们身上，比如美国运通和迪士尼。我的问题是，我有资本可以投资，但我还没有投资。我发现了三家伟大的公司：可口可乐、吉列和麦当劳。如果我的人生还有很长一段路要走，我想把一笔投资保持 20 或 30 年以上，是等上一两年，看看其中一家公司是否会出现问题，还是现在就介入，长期持有？”

怎样考虑买价，以及长期持有的概念。

我估计大部分人会对长期持有这个概念有误解，反正我以前是有过深深的误解。

回答 1：（巴菲特）

“我不会对你提出的三家公司作出任何评论。但一般来说，**除非你找到一个伟大的公司并且其价格真的很好，如果你觉得你已经足够确定这是一家好公司——根据好公司的定义，好公司能够继续好 30 年**。假如一家公司只能好 3 年，那就不是好公司。(笑声)

所以投资的理念应该是这样的。假如你要出去旅游 20 年，你把钱投进一家公司，你觉得很安心，你不给经纪人留任何指示，也不授权律师代你做任何操作，不采取任何这类的措施就去安心地旅游，而且你知道等你旅行归来时，这家公司依旧是一家非常强劲的公司。我认为你最好还是立即买下来。”

PS：

巴菲特用这个回答，解释了持有公司的三个基本前提：

- 伟大公司
- 价格合理
- 远离股市

什么是伟大公司？我现在的理解也基于三点：

- 生意模式好
- 竞争优势足够强
- 20 年内不会被竞争对手轻易超越

生意模式好。在之前 1995 年的股东问答中已经说的很清楚了，总结起来就是：**毛利率越高越好**（成本 1 美分，收入 1 美元，毛利率就是 99%）、**资本支出越少越好**（最好可以借别人的钱做生意）、**定价权**（可以不受经济影响而涨价）。（文章链接在这儿： 巴菲特：企业的内在价值到底怎么计算？）

竞争优势足够强。护城河这个词估计大家都听腻了，这个问题我给大家分享两个最基本的财务指标，就足够判断了。第一，行业中最高的毛利率；第二，长期维持足够高的 ROE。第一个问题比较好理解，任何一个行业中，只有竞争优势最强的公司才有能力享受最高的毛利率；第二个问题，是不是真的强，需要 ROE 来检验。因为没有高毛利率，是没有办法支持高 ROE 的。不过，竞争优势强不代表就一定是好生意，还需要参考未来的资本支出和定价权。比如，公司是很挣钱，但是每年挣得钱大部分要继续投入到生产中，分红少、没回购，这是资本支出高；为了维持优势，不得不再三通过降价来维持市场份额，规模经济是优势，但价格战不是优势。

20 年内不会被竞争对手轻易超越。前两个可能还好理解，第三个比较麻烦，也是很多人买入就说持有一辈子的噩梦开始。总结一句话，竞争优势是动态变化的，没有谁可以永远保持绝对竞争优势，除非有一些“看不见的特殊保护”。在能够清晰认识到这些保护前，所谓的长期持有，大概率是自欺欺人。

再来说价格合理。

估值这个问题真的是从来都没有变过，企业的价值就是未来挣得所有钱的总和，然后折现到现在，最低回报率就是无风险利率，也就是每个人的最低机会成本。在这个基础上，为了尽量避开风险，需要一个安全边际做缓冲，可能是打 6 折，也可能是打 4 折。不过，这个也有前提，就是公司每年的现金流是实打实的，不存在报表净利润和自由现金流相差过大的情况。

至于 PE 和 PB 倍数，只是为了方便快速判断，仅此而已。我也给大家举个例子解释一下。

假设一家公司当前的利润是一年 100 亿，估计在未来 20 年都是绝对领头羊，那么这家公司账面的市值就不会低于 2000 亿（100 亿×20 年），所以 PE 倍数就是 20 倍。突然间，公司遭遇困难，管理层公布公司今年的利润只会有 40 亿。那么在当前 2000 亿市值背景下，PE 就会从 20 倍，突然升高到 50 倍（40 亿×50 年）。

问题来了，这个 50 倍市盈率是高，还是低？

它只是在当前提醒我，这家公司遭遇了困难，现金流遇低潮，市场给予公司的估值可能会出现大幅度的低估。但我会如何考虑？既然公司只是突发困难，那么我需要判断公司未来 1~2 年内会不会恢复如初？竞争优势是否还在？是不是偶发事件？行业所有公司是不是都遭遇同样问题？这个问题可逆吗？

如果判断是偶发性事件，那么公司大概率会在 1~2 年左右逐渐重回正轨。在这个大概率的前提条件下，公司很可能明后年的利润会维持在 60~80 亿，之后再逐步返回 100 亿甚至更高。那么这家公司当下的账面估值大概率会是 1200~1600 亿元（60 亿×20 年~80 亿×20 年）。但实际情况很可能会是市场下调，认为市值只值 600 亿（40 亿×15 年）甚至更低，这个时候 PE 就会变低，低到 15 倍、12 倍、甚至 10 倍以下，这个时候一个合理的低估机可能就出现了。

但这之后是不是就真的不管了？长期持有？

肯定不是的。竞争优势随时都有可能会变，我们需要不断地通过学习来调整自己的认知偏差，并最终反馈到对公司竞争优势的二次、三次判断上。只要你发现自己判断错了，要赶紧改；如果觉得没有变化，那当然就是继续等待。

注意，这里还有一个很重要的前提，就是你至少买得相对便宜，所以有一定的容错空间（安全边际）。除非你完全错了，那个时候股价就会成为无底洞。

但这个过程，真的是非常漫长。人性中的一个大问题，就是觉得自己是对的。傲慢，是摧毁一个人最快的方法。保持谦卑，持续学习，调整认知，该来的总会来，该赚的总会赚到。人生是几十年的马拉松，不是一、两年的刺激和快感。

回答 2：（巴菲特）

“我们其实也可以买进卖出我们的一些好企业，**但是好企业太难找了**。我们在 1972 年发现了喜诗糖果。时而这里，时而那里，**我们总能找到机会去投资，但是好公司太难找了。假如你坐在那里，期望出现恐慌，好趁机买进那些好公司，就有点像殡葬业等待流感疫情或什么东西，(笑声)我也不知道这是不是一个妙招**。

所以有时候你会碰到这种好事，但是这样的好事取决于很多东西。假如道指在 X 点时，你开始投资，你认为道指太高了，当道指跌到 90%X 的时候，你会买吗？道指也可能会跌的 50%X 的——**除非你在特定的有利时间点碰巧得到了资金，否则，你是不可能因为市场的极端情况而受益的。所以我认为主要任务还是寻找好企业。**

PS：

就像我上面给大家举的例子一样，碰到优质企业突然发生困境和极低的估值，真的可能就是运气好。而且刚好被你撞见，也正好你很懂这个行业或者这家公司，因此你敢于出手购买和持有。但绝大部分时间里，一家伟大的公司不会动不动就出现极端情况。在等待的日子里，普通人的状况很可能是：机会到了，不一定有钱；钱有了，又一直等不到合适的价格。

既要懂一家公司，又要能在“合理”价格买入，还有要能够做好长期持有的准备。这种既要、又要、还要的理解，比我们普通投资者想的要难得多。

不过，据我近几年的观察来看，耐心总是会有回报。不说像疫情期间那样的极度低估，相对低估的情况却总是存在的。关键是耐心，需要极大的耐心。

回答 3：（巴菲特）

“菲利浦·凯睿(PhilCarret)今天在场吗？他是投资界的一位英雄。菲利浦你能站起来和大家打个招呼嘛？菲利浦今年 99 岁。1924 年，他写了一本关于投资的书《债券购买》。(掌声)菲利浦寻找自己喜欢的企业，坚持持有，不担心每天的价格波动，他的业绩很好。我想，5 月 28 日《华尔街日报》将会刊登一篇关于菲利浦的文章。我建议大家都去读一读。可能大家从那篇文章中能学到的东西比这次年会更多，那就是**买进企业的方法——假设股市不存在。**

比如说，你家乡小镇上最好的企业的业主拜访你，说，‘我的兄弟去世了，他拥有企业的 20%。我希望有人能和我一起拥有这家企业，买下那 20%的股份。价格可能看起来有点高，但是我觉得物有所值，假如你有意买’。

假如你了解而且喜欢那家企业，你也喜欢企业主的为人，而且价格听起来也是合理的，我想可能就该买下它。你不用担心这家企业过几天报价是跌了还是升了，因为根本就没有股市。我认为，假如股票一年只能报价一次，大家投资就会明智很多，可惜现实中并非如此。

假如出现戏剧性的事件时，你正好得到一笔额外的资金……我们在 1964 年运气不错，因为美国运通出了诈骗事件。我们在 1976 年运气不错，因为 GEICO 的管理层和审计师不知道前几年赔款准备金应该是多少。所以我们也沾到了”流感疫情“的光。但是你不至于要把人生用在等待”流感疫情“爆发上吧(巴菲特笑)。”

PS：

我的理解是，把上市公司当成私营企业来看，没有了交易所的实时报价，对企业的理解和要求自然会深得多。想清楚一个问题即可，你是在和别人赌股价，还是在思考如果你在做生意，你会怎么做？

……

今天就这些了。

为什么我们更应该向自己发问？

主题丨能力圈、阅读与长期学习

原发布日期丨2025.11.18　　作者丨年报其语

. . . . . .

伯克希尔哈撒韦 1996 年股东大会问答环节**提问：**

“我是乔·康登，来自伦敦。巴菲特和芒格都曾在年报和此前的会议上回答过我的问题。这是我的问题，与投资几只伟大的高科技股票有关。**我知道你们的回答是假如你们不懂，那么就不买**。但是鉴于你们的惊人业绩，**我不怎么相信你们两个人真的都不理解大多数高科技公司**。我想不仅仅是微软，还有辉瑞制药和强生公司，这三家公司都已经证明它们不仅仅有出色的产品，并且有可靠的管理层，而且在别人很难进入的市场中占据了不错的市场份额。坦率地说，我没有发现可口可乐公司的市盈率和强生以及辉瑞的市盈率有什么差别，它们都是非常优秀的公司。我想知道你们当中是否有人或双方都愿意再次回答这个问题。”

真不懂，还是假不懂？

不知道有没有问出你们的心声？反正我是很想问。

回答 1：（芒格）

巴菲特：“查理，要不你来？”（笑声）

芒格：**“假如你面前有你自认为理解而且看起来很有吸引力的东西，那么我们认为选择你理解的东西是聪明的做法**。假如我们找不到我们的浅薄智力能够理解的目标，那么我们可能就会买辉瑞和微软等公司。**但是我们一直都能找到自己能理解的东西，我们可不是对高科技公司不屑一顾**。对于智慧更高的人来说，高科技公司可能是一个很好的投资目标。”

PS：

还是芒格厉害，直接告诉你，如果你认为你真的懂了，那你就应该买。而不是问别人，为什么这么好的东西你们看不见？芒格说他们并不是不看高科技公司，只是说和他们能够理解的东西相比，高科技的不确定性更高，完全可以把这些机会让给其他人去追逐。

我觉得这个问题其实很难直接用文字来回答，大概率只能自己体会，就是所谓的“只可意会,不可言传”。如果真的想知道答案，反而最应该反问自己，既然你这么理解、完全懂了，为啥你不敢买？不敢下重注？说白了，还不是担心风险。

是赌，还是买确定性？这个答案必然只有自己能回答。如何知道答案是对是错？时间久了自然也就知道了。这听起来像是一句废话，但它确实是这样。大道有一句话说得好，“如果买了一只股票后到处问别人这只股票怎么样的话，那还是赶紧卖了吧。”

回答 2：（巴菲特）

“我们观察企业时一般认为，**变革可能会对我们不利，我们不认为我们有能力预测变革到底会带来什么**。我们认为自己有能力找到变革重要性较低的企业。

例如，在吉列公司，今后 10 或 20 年的产品比会现在更好。你看当年 BlueBlade 蓝刃剃须刀的广告，当时 BlueBlade 可能非常好。但是剃须刀的技术越来越进步。你知道吉列，虽然 1960 年代时在威尔金森(Wilkinson)的带领下，吉列在剃须刀方面并没有什么经验，但是它投入了大量资金开发更好的剃须刀，投入的资金量比其他任何同行都多几倍。你知道他们的分销系统很强大。而且他们也打造了公信力。假如他们推出一个产品，说男人应该看看这个产品，男性顾客们就会去看看。若干年前，他们发现自己的剃毛产品在女性顾客中也有这种公信力。他们在别的领域不可能有这样的公信力，但是在剃须领域是有公信力的。

这些资产无法刻意打造，而且还很难被摧毁。我们知道 10 或 20 年后，软饮料行业、剃须刀行业或糖果行业的情况大体上会怎样。**我们认为微软是一家非常好的公司，由第一流的管理层管理，但是我们不知道 10 或 20 年后微软所在的行业会是怎样的。**

假如我们把赌注压在别人身上，指望他预测未来，做我们做不到的事情，那么我只愿意把赌注压在比尔·盖茨身上。但我绝不会对其他人压注。

最后，**我们希望我们能理解企业的未来走向**。华尔街总是喜欢说，假如一家企业将出现很多变革，那么就代表着会有很多机会。

顺便说一下，如果华尔街自己面临很多变革这才是一个大机会。(笑声)我们完全不认为变革是机会。变革让我们很害怕，因为我们不知道事情会怎样变。我们寻找不怎么可能会变化的企业。例如，我们对 20 年前人们咀嚼的口香糖和 20 年后人们咀嚼的口香糖心里很有谱。我们不认为咀嚼艺术有很多科技含量。(笑声)

既然我们不必去下那些判断，那么我们干嘛去费劲呢？有各种各样我们不懂的东西。**在我们可以对简单的东西下注的时候，我们干嘛要去对自己不懂的东西下注呢？**(掌声)我能看到像我们这样的股东坚持简单的原则，他们理解我们，这很棒。”

PS：

这一段是对能力圈的又一次回答。每个人的认知程度的确是不一样的，保持谦虚的姿态一直做、一直学就是了，其他的我们大多时候都是无力掌控的。就像我觉得一直不停的修正自己就是一个正确的选择，至于结果，我并不是很在意。因为我知道我一直在朝着正确的方向前进，至于结果是啥，我既不知道，也不是很关心。我更关心的是，每天早上醒来，我是不是又比昨天懂得更多、理解得更深。

今天就这些了。

为什么巴菲特说“心智份额”比“市场份额”更重要?

主题 | 企业生意模式与竞争优势

原发布日期 | 2025.11.20　　作者 | 年报其语

巴菲特和芒格深刻阐述了“心智份额”（Mind Share）这一核心护城河。面对高管离职和激烈竞争，巴菲特并不担忧，因为他看重的是迪士尼在几十亿儿童心中占据的不可替代的“特殊位置”。芒格用简单的算术指出，迪士尼就像一个“取之不尽的油田”，因为每年都有新孩子诞生，并愿意“一遍又一遍”地消费经典内容。

市场份额只是结果，心智份额才是原因。诺基亚的倒塌证明了失去心智份额的后果，而现代游戏（如《王者荣耀》《英雄联盟》）的成功则印证了心智占领带来的巨大商业价值——无替代品及持续的重复消费。

.....

伯克希尔哈撒韦 1996 年股东大会问答环节**提问：**

“我叫斯塔福德·奥德尔。我来自纽约莫里斯。我只是想知道这个惊喜是不是来自迪士尼。因为在我看来，直到最近，他们一直在依靠一个已经离开公司的人的努力，杰弗里·卡森伯格(JeffreyKatzenberg，1984-1994 任职迪士尼影业主席，1994 年与离开创办梦工厂)，他是少有的天才之一，就像电影导演史蒂文·斯皮尔伯格(StevenSpielberg)一样，能把握住美国人民的脉搏。即使在好莱坞，他们也不是每天都来。现在，可以说，他所有的努力都在酝酿之中，他们可能是一家完全不同的公司”

品牌和心智份额的重要性。

这个问题直接看回答，我认为对于理解什么是品牌、什么是份额非常有用。

回答 1：（巴菲特）

“嗯，Katzenberg 是一个真正的天才。但我想说的是，到目前为止，在过去的 12 年里，迪士尼最重要的人，是 CEO 迈克尔·艾斯纳(MichaelEisner，1985-2005 任迪士尼 CEO，1984 年 Eisner 带着 Katzenberg 一起离开派拉蒙，转投迪士尼。《全球 CEO 的搭档传奇》)。我的意思是，如果你了解他，了解他在这个行业所做的一切，就会发现没有人超越他，前总裁兼首席运营官弗兰克·威尔斯(FrankWells，1994 年意外身亡，MichaelOvitz 接任)与艾斯纳合作得非常出色。但艾斯纳实际上是他任期内的“华特迪士尼”。他精通业务。他热爱这个行业。在我看来，到目前为止，他一直是迪士尼成功的最重要因素。

现在，他们面临着竞争。你知道，大把的钱在动画电影和一切与之相关的东西里，在这方面会有很多竞争。我的意思是，你已经看到了 MCA 和环球影业在佛罗里达州的公园里要做什么，你知道梦工厂在动画方面要做什么。现在，你知道，通过皮克斯 CEO 史蒂夫·乔布斯，动画领域有了新技术。在这个领域里发生了很多事情。

所以问题是，从现在起的 10 年里，迪士尼在消费者头脑中的位置是什么——因为它是消费者心智的一部分。你知道，他们称之为市场份额，但它开始于思想份额——在世界各地数十亿儿童和他们的父母的思想中，迪士尼本身，和他们的角色，相对于其他组织和角色所拥有的，占据什么位置？

这是一个竞争激烈的世界，所以会有人为此而奋斗。但在某种程度上，我宁愿从迪士尼的手开始，也不愿从其他人的手开始。在某种程度上，我宁愿让迈克尔·艾斯纳来管理这家公司，也不愿让其他人来管理。

所以这并不意味着它不能成为一个更具竞争力的企业。因为人们看到《狮子王》的视频，就会流口水。你知道，你以 16 或 17 美元的价格卖出了 3000 万份光盘，你可以算算制造成本。你知道，这门生意会引起你的注意，它也会引起竞争对手的注意。

如果我认为世界上的孩子们想在 10 年或 20 年后得到娱乐，如果有人在这些孩子和他们的父母心中有一个特别的位置，要我可以选择赌谁会有一个特别的位置的话，我想我可能宁愿赌迪士尼。如果我让艾斯纳这些年来所做的事情在未来由他来主持，我对押注于他们会感觉特别好。查理？”

PS：

生意的本质就是竞争，当一个地方有利可图时，就会有越来越多的人前来抢夺，因为人人都想挣钱。在这种情况下，如何赢得竞争就是每一家公司的一切，因为不是留下，就是淘汰。

如何判断这个竞争优势的好坏？数字上是市场份额，因为它决定了你分到了多大一块蛋糕。任何一个市场的蛋糕在某一段时间里都是相对固定的，谁分得越多，谁就挣得越多，除非蛋糕本身极速做大。但数字的背后会有更深的原因，这个原因就是“思想份额”（我觉得直接翻译为**“心智份额”**更准确）。巴菲特解释道，**“从现在起的 10 年里，迪士尼在消费者头脑中的位置是什么**——因为它是消费者心智的一部分。”

我以前读到这个“心智份额”时还有点理解模糊，现在再回头来看第二次的时候，瞬间就明白了。我们经常问一个问题，“这家公司 10 年后会怎么样？10 年后还在吗？”这个问题的答案也许换一种方式更容易回答，**“人们 10 年后在想到某个东西时，依然会只想到某家公司吗？”**

就比如巴菲特说，10 年后全世界的小朋友和父母选择动画 IP 时会第一时间想到迪士尼吗？或者换个方式问，你们现在买手机、用手机，还会第一时间想到去买诺基亚或者摩托罗拉吗？这个答案显然是否定的。而距离诺基亚的陨落、iPhone 的上市，总共不过才 18 年。我记得我以前去给大学生讲课的时候，年轻的新一代，知晓诺基亚和摩托罗拉的人寥寥无几，就算知道也都称其为“老年机”。

所以市场份额只是一个数字结果，想要明白其地位是否稳定、未来能否持续，最关键的还是心智占领，心智的占领可以是商品、服务、虚拟产品等任意一种东西。总之就是在未来很长一段时间里，只有这家公司的产品可以满足人们心理上的某个特定需求，这就是心智占领。

这个问题可以直接用在游戏上，几乎绝大部分小朋友都要玩游戏，特别是在线对战游戏。而这其中心智份额占领最多的是哪一款游戏？《王者荣耀》和《英雄联盟》。我上上周末去京东 MALL 买电动升降桌，正好碰到京东 MALL 举办《英雄联盟》的线下直播，现场的年轻人真的是太入戏了。所以游戏这一类的虚拟产品怎么挣钱？芒格给了一个答案。

回答 2：（巴菲特）

芒格：“我想做个简单的算术会有帮助。**假设 20 年后你有 10 亿中低收入家庭的孩子，假设你可以从你的岗位上每年在每个孩子身上赚税后 10 美元，那它就变成了一个非常大的数字**。(笑声)而且我不知道你的孩子和孙子孙女们怎么样，但是我的孩子们想去看迪士尼。他们想一遍又一遍地看到它(掌声)，他们不想见到卡森伯格。”(笑声)

芒格：“我的意思是，就迪士尼的商品名称而言。”(笑声)

巴菲特：这是个很好的名字。**我的意思是，当你想到世界各地的名字时，很有趣的是，很难有其他名字能够打败可口可乐这个名字。而迪士尼有一个非常非常棒的名字**。查理的观点是，孩子们想要看到它们一遍又一遍，而白雪公主一直火下去，因为每年都有新的适龄儿童。(笑声)这有点像拥有一个油田，你知道，在那里你把所有的石油开采出来然后卖掉。然后还取之不尽用之不竭。”(笑声)

PS：

20 年后，有 10 亿个家庭的孩子和父母还在购买你的东西，一人赚税后 10 美元，一年就是 100 亿税后纯利润！而且以后还想一遍又一遍的继续购买，就是一年又一年的 100 亿，而且还能时不时涨涨价。我认为这个回答很好的解释了游戏生意赚钱的秘密。归结到底，心智占领，然后深陷其中，且没有其他东西可以替代。成瘾性只是结果，关键是还没有其他替代产品。

也就是说任何一个行业，总有一个“心智占领”最大、最深的产品和品牌。判断未来心智占领的强度和深度，就能从方向上大致判断出公司维持竞争优势的特定能力和时间长短。

……

今天就这些了。

为什么“找到自己的小宇宙”比复制巴菲特和大道更重要？

主题丨能力圈、阅读与长期学习

原发布日期丨2025.11.21　　作者丨年报其语

. . . . . .

伯克希尔哈撒韦 1996 年股东大会问答环节**提问：**

“我想说的是，这一切都始于我父亲(荷马·道奇)1940 年发现本·格雷厄姆(BenGraham)的故事，当时他也是俄克拉荷马大学(OU)的金融学教授。后来，本·格雷厄姆要退休了，我们想找他的门生。很明显，这就是沃伦。所以他属于那个悠久的传统。但我想问的问题是，你提到了伯克希尔拥有的非常强大的国际公司，比如可口可乐和吉列。但是你是否考虑过，其他被低估的外国公司？你有没有考虑过在你的投资里要考虑这个问题？”

巴菲特是否会投资漂亮国以外的公司？

提问的股东背景很强大，诺顿·道奇自 50 年代 1956 年就是巴菲特的合伙人公司的一员，现在转变为持有伯克希尔的股票。

我推荐大家直接看【股东大会问答视频】，而不是直接读【巴菲特致股东信】。因为股东大会现场的回答更加直接，且更有针对性。里面包括了普通投资者想问巴菲特和芒格的几乎全部问题，其中有很多都是我心中一直想问的，所以相当于变相获得了解答。

回答 1：（巴菲特）

“我们研究了其他国家的公司，我们会继续关注。你知道，我们为美国和亚特兰大高兴，因为可口可乐的总部在亚特兰大。但如果它恰好是在英国注册的，我们就不会关注它吗？不，我们喜欢可口可乐，即便它注册在英格兰。**我们认为，重要的是业务，而不是地点**。虽然总的来说，我们更熟悉在美国注册的国内公司——不过他们也很可能在国际上赚钱。在理解税务、政治和股东治理的细微差别方面，我们会感觉美国公司稍微舒服一些。”

PS：

这个问题的回答依然很“买股票就是买公司”。理解公司的业务、赚钱的方式、是否能持续赚钱很久。读股东大会问答内容久了，在考虑问题时会自动跳出一些思考问题的基本出发点。比如，考虑是否是一门好生意时，会想是否一本万利、毛利率很高？资本支出是否很少、甚至不需要？有没有提价权？考虑生意在未来的存续和盈利持续性时，会去想这个品牌及其产品的“心智份额”，即 10 年后它还会是消费者心中的首选吗？

再然后是以理解的业务为基础，详细看财报的过往历史业绩、营运资本控制等。不过，**财报的确是我思考一家公司的起点，我认为这种方式对其他大部分人来说不一定可复制**。因为我的会计基础和普通投资者不一样，甚至和学财会类出身的科班生都不一样。

我以前并不是学财会和商科的。更准确地说，我是在 20 岁出头，为了搞懂会计逻辑，靠自己本身的兴趣，从研究《企业会计准则》、《中国注册会计师执业准则》、《IFRS》、《IAASB》开始，进而

再开始的审计执业生涯。即便如此，我对报表、会计以及准则的理解，和各位“专家们”也完全不一样，甚至可以说是完全不同的路子。所以我以后说的一切关于会计的理解，大家听听就好，没必要那么纠结。不过，如果你们有任何关于准则细节的思考，欢迎来 Battle。

我有时候也很好奇，就比如大道一直告诉你们，他不看财报、也不怎么阅读和看书，那是不是你不看财报、不阅读就能和他一样？巴菲特和芒格恰恰相反，天天阅读、看年报，两个老头用一辈子告诉你，所有的高手都是学习机器和阅读机器，那你是不是靠阅读就能变股神？肯定不是嘛。每个人都有自己最独特的人生经历，如何在这些经历中找到“只有自己理解的那个小宇宙”就完全够用了，剩下的更多是运气。

每个人终其一生，不过就是在回答三个问题，“我是谁？我从哪里来？我要到哪里去？”我的答案也没那么复杂，“不用上班就能开心生活，通过分享学习新东西，每天醒来比昨天更人间清醒一点。”

就这么多。

回答 2：（巴菲特）

“而在我们每天都在阅读和思考这些问题的时候，我们会感觉美国的公司会比在我们没有多少经验的地方更舒服一些。我们希望能在世界上主要的 30 多个国家中的任何一个找到一家出色的公司。**我们看一些，我们不像看国内公司那么认真。我们对它们不太熟悉，但我读过世界各地数百家公司的年报**。我们也拥有几家国外的公司，只有几家。它们通常没有那么大，所以在很多情况下，仅仅是如何买到足够多的股份，就成问题了。但其中一些企业规模是比较大的。我们没有太多的想法，我们不能忽视任何可能性。如果我们能找到一件市值至少在 50 亿美元以上的东西，同时它会让我们觉得它有自己的品质并且价格合适，我们会买的。”

PS：

一句“我读过世界各地数百家公司的年报”就让人汗颜，请问正在读文章的各位有几个能做到这样？能认真读完 100 家公司的年报就已经很了不起了。巴菲特近几年在海外的操作，最秀的就是投资日本五大商社。当时为了搞清楚这五家公司的性质，我专门去读了五家公司近十年的年报，写了文章做记录。

而我最终的体会是，按巴菲特当时买入的估值来看，他确实买得便宜。而且五大商社这几年的业绩增长和现金流真的是杠杠滴，股东回报也是一如既往的丰厚，这些都已经全部兑现了。

买得便宜！！！

今天就这些了。

为什么阅读对普通人很有用？

主题 | 能力圈、阅读与长期学习

原发布日期 | 2025.11.23　　作者 | 年报其语

. . . . . .

伯克希尔哈撒韦 1996 年股东大会问答环节**提问：**

巴菲特：“什么？哦，书！查理，你最近在读什么？(笑)”

喜欢阅读的可以看过来。

回答 1：（芒格）

“好吧，我有点不好意思和大家说，因为我回去拿起了我之前放下的生物学部分——应该早 10 年或 15 年拿起来的。如果你们没有做过，这完全是一场马戏，他们在过去二三十年的生物学研究中发现的。

如果你读进化生物学家理查德·道金斯的《自私的基因》和《盲人钟表匠》，我的意思是，这些都是非常棒的书。这些书中有一些进入英语的单词将会出现在下一本牛津词典中。这些书籍很强有力，而且也很有趣。《自私的基因》我读了两遍才彻底读懂。我发现我一直都相信的东西是错误的。能够有这样的体验是很好的。我们总是说：“学习不难，难的是丢掉成见。”

PS：

芒格确实是一直在不停的阅读，在《穷查理宝典》中提到的“多元思维模型”是一个非常庞大的体系，横跨心理学、生物学、物理学、工程学、数学、统计学、经济学等多学科领域。看似简单说明掌握 100 个模型，实际上要理解并熟练应用它们是有难度的。我觉得普通人要想在一两年中熟练掌握这个思维技巧，还要看天赋。我是打算从今年开始从头建立这个体系，至于要花几年，暂时不得而知，反正写公众号已经被培养成一个长期爱好，通过输出来学习是最好的方式。

我一直提倡，对于没有企业经营或者创业经历的普通投资者来说，阅读绝对是一笔终身有效的投资。虽然我只有仅仅 10 年的阅读期，但我的感受是很多书不需要看那么深，甚至不用看那么多的书。直接选某一个领域中传世最长的几本经典就完全足够了，因为这类经典书通常都是长篇巨著，读完一遍需要花很长时间。况且这类书通常都要两遍以上，所以选择最经典的是不会出错的。

阅读技巧，我推荐大家看《如何阅读一本书》，真的一本就完全足够了。四种阅读方法：基础阅读、检视阅读、分析阅读、主题阅读。在选择看哪些书的时候，就用主题阅读，用 AI 帮助筛选最经典的基本著作。

输出技能，我推荐大家看《金字塔原理》，也是一本就够了。搞懂结论先行的理论和输出习惯。

后续在建立“多元思维模型”阅读书单的过程中，我会把我读的每个领域的书单和记录给出来，方便大家查看。

回答 2：（巴菲特）

“去年 12 月，我犯了一个错误，把查理带到微软。他和 CTO 内森·梅尔沃德(NathanMyhrvold)成了朋友。他们之间相互呼应，对鼹鼠的热情和热情与日俱增。他们互换了所有的通信方式。所以我看到了鼹鼠的习性是这样来回流动的。(笑)我真的还没有找到一种方法把它应用到伯克希尔，但我相信查理正在做。他最近对生物学很感兴趣。

我一直很喜欢读传记，但是自从电脑改变了我的生活——我现在发现自己每周在电脑上玩桥牌大约 10 个小时。不幸的是，我不想放弃睡眠、饮食和伯克希尔。所以阅读是很轻松的。至于投资类书籍，我先推荐菲利浦·费雪(PhilFisher)在 1960 年前后写的两本书，**《怎样选择成长股》和《股市投资致富之道》**，这些书非常好。很明显，我首推本杰明·格雷厄姆的**《聪明的投资者》**，这本书的**第 8 章**和**第 20 章**你们真的应该读一读。所有重要的投资理念都可以在那本书里找到，投资中最重要的有三个理念，那两个章节强调了其中的两个。另外，我认为约翰·特雷恩(JohnTrain)的《金钱之王》(TheMoneyMaster)是一部很有趣的书。你还能想出别的好书吗，查理？我们还有什么书可以吹捧一下的？(笑声)”

PS：

菲利普·费雪的两本书是关于成长股的经典著作，对于选择成长股的标准，看这一本也就够了。在前面的股东大会问答中，巴菲特已经详细解释过他对格雷厄姆和费雪的理解。（文章链接： 巴菲特：100%格雷厄姆+100%费雪）

《聪明的投资者》对于没有财会基础的普通投资者来说是绝佳的入门，特别是巴菲特一直强调的第 8 章和第 20 章，其核心理念就是“市场先生”和“安全边际”。不过在有基础的情况下， 我更推荐大家直接阅读《证券分析》，因为它更加全面和体系化。

接下来我会继续读沃尔特·施洛斯的相关合集，因为施洛斯的方法是可以直接被普通投资者直接应用的。不过他没有出书，只有网络上整理的相关合集文章，值得一看。

回答 3：（芒格和巴菲特）芒格：“我也想不出。我们都是只扳手指头脚趾头计算的人。(笑声)沃伦张口闭口老是说他的现金流折现，但我从没见他计算过半次。(笑声和掌声)”

巴菲特：“有些事情是私下底做的，查理。(笑声)”

芒格：“对，假如你在计算中发现，某公司的锦绣前程不够一目了然，那么你就会放弃，换一家再算。”

巴菲特：“对。我都有点养成习惯了。假如计算某家公司要用上铅笔和纸，那么安全边际也太小了点。那种一目了然到好像在向你大叫的机会，才算有安全边际。

我提到三个理念，我要详细说一下这三个理念。一个理念是，**将投资视为拥有一家企业**，而不是买进某种价格来回波动的东西。第二个理念和第一个理念相关，是你**对待市场的态度**，这些在第 8 章里，用正确的态度对待市场变化，对投资是一个巨大的帮助。第三个理念在第 20 章里，讲的是**安全边际**，这就是说，不要试图开着 9800 磅重的卡车过承载能力 1 万磅的桥。你开车再多走几步路，找一座承载能力为 1.5 万磅的桥过河。”

PS：

芒格再次说他没见过巴菲特按着计算机来计算现金流折现。对于执着于 DCF 模型精确性的人来说，这可能是不能忍受的。但是对于只是应用现金流折现原理的人来说，的确是一个大致的估值范围就足够了。如果说需要什么东西，可能就是一张折现系数表，方便计算的时候查一下现值系数等等。当某一个折现率用多了，现值系数也记下来，基本上就完全心算了。

然后是三个理念：

- 买股票就是买公司
- 市场先生
- 安全边际

我现在回过头来看，确实觉得理解这三个理念并不是很难，难的是控制自己那种冲动和贪婪的情绪。

……

今天就这些了。

为什么巴菲特说 20%的 ROE 只是“会计幻觉”？

主题 | 财务质量、现金流与资本回报

原发布日期 | 2025.11.24　　作者 | 年报其语

1996 年伯克希尔股东大会上，面对美国企业平均 ROE 飙升至 20%的现象，巴菲特和芒格表现出冷静的怀疑。他们认为这并非经济规律失效，而是由会计调整（如退休医保核算）、股票回购以及经济强周期共同推高的短期极端现象，长期不可持续。

ROE 的提升有三个基础方法：利润增长、杠杆运用和资产缩减。企业可以通过“洗大澡”（巨额减值）减少净资产分母，以及利用产业链强势地位占用资金（无息负债）来美化 ROE。而涨价权则是检验好生意的试金石，随着规模扩大仍能维持高 ROE，就是企业真正的护城河。

. . . . . .

伯克希尔哈撒韦 1996 年股东大会问答环节**提问：**

“在 1970 年代中期，你写过一篇文章，说通胀会偷走股票投资者的钱，你说美国企业的平均权益回报率可能会是 12-13%。1995 年，平均 ROE 大约是 20%。经济规律失效了还是改变了？假如经济规律依旧起作用，那么权益回报率回归均值会带来怎样的灾难呢？”

ROE 会一直维持在很高的水平吗？

我不知道社会总体 ROE 会不会持续上涨，但是对于个体公司来说，只有极个别公司可以一直维持较高 ROE 水平，大部分的公司会逐渐降低。

回答 1：（巴菲特）

“20%的权益回报率也让我很吃惊。《财富》杂志两期之前的那一期上有一篇文章很好，那一期杂志好像是关于财富 500 强的，文章讨论了股票回报(ROE)的问题。

文章对**公司将员工退休后医保福利引入资产负债表，从而增加权益回报率的做法**提出了一些观点。**这样的做法减少了作为分母的权益**，这里面存在一些洗大澡的会计手段，比如摊销、减值等。如果考虑上这些，我不认为 ROE 还会有 20%。但即使考虑这点，也的确比我在 1970 年代中期的预期要高，回报率之高让我也很吃惊。总而言之，不管是用什么会计系统，我都不相信美国企业的回报率能有 20%。长远来看，今天接近 20%的平均回报率将会是一个极端现象。”

PS：

理解 ROE 其实很简单，一句话总结就是，“每一年用多少净资产，挣得多少净利润。”其中，净资产由两部分组成，你自己拥有的资产，以及你欠别人的钱。也就是净资产等于资产减去负债，这是分母；分子当然就是净利润。

要想提高 ROE，有三个基本办法：

1. 同等净资产规模下，挣更多的利润

这个方法最直接、最有效，但同时也最难。在净资产规模不变的情况下提高净利润，也有两个方式：**降本增效**和**涨价**。

降本增效，一般来说是不可持续的。不管是成本或是费用的支出，压缩到一定极限就压缩不动了。一方面上游企业也要活，没有任何利润空间供应商最终也不会和你玩儿下去。另一方面，缩减费用，特别是销售费用也维持不到多久，因为没有市场投放，品牌的曝光度会逐渐减少，顾客对品牌和新产品的认知度会下降；一旦时间久了，消费者心中的“心智占领”程度就会减缩至零，那个时候想要重新找回消费者的认知就很难了，除非你是像茅台这种几乎不需要打广告的程度。

涨价，这个是好生意的绝对标准之一。判断任何一门生意是不是超级好，就看它有没有能力涨价，还不会被竞争对手抢去市场份额。这个例子在现在的电动车市场中就非常明显，你只会看到价格战，看不到涨价战。这个四个轮子的最贵日常消费品，几乎看不见谁涨价还能卖到消费者求着买的。

2. 增加负债规模，俗称上杠杆

负债是分母端的事，盲目上杠杆会造成极大的危害，比如近些年的房地产。不过也有杠杆用得好的，但这种情况在美股比较常见。一种典型的做法就是借钱回购自家股票，星巴克、达美乐披萨、麦当劳等都是这种操作。

A 股比较常见的无息负债。都是借钱来用，不过不是向银行借，这个要给利息；企业的做法是靠自己在产业链上的竞争优势和强势地位，占用供应商的资金。一般来说就是拉长账期，客户这边 30 天就必须回款，供应商这边 90 才付钱，中间 60 天就是纯资金占用。既可以放银行免费吃两个月低风险利息，又可以增加流动运营资金的储备，还能提高负债减少净资产，即使利润不变，ROE 也会静悄悄的提升一截，可谓是一举多得。但前提是公司在产业链上的地位必须是最强的。

3. 减少资产规模

这种方式不常用，因为没人会动不动说自己东西越来越少，只会说越来越多，规模越来越大。不过该情况一旦发生，通常就意味着背后有潜在问题，还是比较大的那种。所谓的**“减少资产规模”**，不是直接把资产的数字调低，而是通过**“备抵”**的方式，“备抵”指的就是资产的抵减项目。我们在资产负债表上看到的资产，都是“备抵”之后的净额。

资产一般分为三部分：原值、折旧/摊销、减值。原值就是你买的时候给了多少现金出去。而减少资产的主要手段，更多的会使用在折旧/摊销、减值这两个维度上，这就是巴菲特在问答中提到**洗大澡的会计手段**。

这里面最严重的是减值，特别是在公司遇到一些突发性或偶发性的大问题时，为了清除以前的烂账，会在这种时期一次性把问题全部解决，将当年的减值规模做得非常大，然后一次性减少资产规模。反正今年已经出了大问题，那就干脆点把以前的隐形问题一次性都处理掉，人不知鬼不觉。因此当遇见“资产减值损失”在某一两年特别大的时候，就需要特别警觉风险的存在。

回答 2：（巴菲特）

“例如，我们有可口可乐公司这个案例。在 25 年前，他们不回购股票。所以假如他们一直遵循 1970 年或 1975 年的政策，那么现在的股东权益会更多。因此，他们的权益回报率率会大大低于今天的水平。其实可口可乐根本不需要股东权益。可口可乐能挣到非常出色的回报和巨额利润，这个因素也影响了其回报数字。

另外一个例子是通用汽车。通用汽车将好几十亿美元留作员工退休后的医保资金，因为过去没有将这种医保成本算进去，所以过去的权益大于其实际应用的权益，这样就使现在的回报比过去的回报更好看了。所以发生了一些事情，考虑这些事情的影响后，我并不认为平均 ROE 能达到 20%。查理？

芒格：我同意。我认为企业合并以及像富国银行那样的成功企业回购股票，都对提高权益回报率率起了很大作用。我不认为实际的回报率真的有公布的那样高——很显然，我们经历了长期强劲的经济成长。我认为平均而言，企业的权益回报率的确提高了。但是我认为很多东西推高了业绩，而我不认为这种情况能持续下去。”

PS：

一家公司的高 ROE 的维持正是公司竞争优势的结果。随着公司规模的增大，要想在保持净资产规模增大的同时，还能挣以前那么多利润，甚至更多的利润，是一件极其难的事。这是护城河的本质，持续保护公司的盈利能力和质量。既要能一直挣钱，还要能挣更多的钱，这几乎是绝大部分人所想，可惜没有那么容易。

今天就这些了。

为什么巴菲特说麦当劳打不过可口可乐？

主题 | 企业生意模式与竞争优势

原发布日期 | 2025.11.25　　作者 | 年报其语

本文回顾了 1997 年伯克希尔股东大会上关于麦当劳与可口可乐统治力对比的经典问答。巴菲特明确指出，由于食品口味的易变性，麦当劳无法具备像可口可乐（软饮料）和吉列（刮胡刀）那样“不可战胜”的统治地位。 他强调，软饮料行业建立这种地位耗时百年，极难复制。以可口可乐为例，其过去 20 年的股东回报率达 100%，投资者仅靠分红和回购即可收回成本。

. . . . . .

伯克希尔哈撒韦 1996 年股东大会问答环节**提问：**

“我叫汤姆·康拉德，来自弗吉尼亚州麦克莱恩市。我是股东。去年我问你一个问题，巴菲特先生，而我被你说的话打动了。投资于一家公司并将其坚持终生，只有三家高质量的公司才能成为我的选择，三家公司是可口可乐、吉列和迪士尼。去年我问你的问题是：我应该等到市场下跌再买，还是现在就入市？而你建议现在就加入。正因为这个建议，我才买得起今年来的票(笑声)，才能来问你第二个问题。我在考虑扩大到第四家公司，我想到的第四个公司是麦当劳。**你是否觉得麦当劳在食品行业获得了像可口可乐和吉列在其各自领域那样的统治力？**第二个问题是，你认为我是等麦当劳的股价下跌一些再买好呢？还是现在就买进好？”

当年经典的麦当劳论。

虽然后来巴菲特承认他看走眼了，但是也没有下手再买。

回答 1：（巴菲特）

“巴菲特：你是想精确到小数点后三位？还是干脆来个四舍五入？(笑声)在今年的年报中，我们谈论过可口可乐和吉列，我把他们的基本业务称作是“不可战胜的”。这显然说的是**可口可乐的软饮料业务**和**吉列的刮胡刀业务**。**但这并不是说它们每个业务都是不可战胜的**。幸运的是，基本业务在可口可乐和吉列中都占据重要地位。”

PS：

可口可乐的确在过去几十年里取得非常好的成绩，我自己目前仅看了可口可乐过去 20 年的年报，说下我的感受：

- 百年老店
- 可乐口感不变
- 符合好生意的三个基本特点（一本万利、资本支出少、能涨价）
- 现金牛
- 股东回报率 100%

在过去 20 年，可口可乐累计赚取净利润 1,532 亿美元，累计自由现金流 1,434 亿美元。其中，累计分红 1,092 亿美元（占比约 70%），累计股票回购 496 亿美元（占比约 30%），合计 1,588 亿美元；

股东回报率在过去 20 年累计是 100%。换句话说，假设你在过去 20 年投资并一直持有可口可乐的股票，公司这 20 年挣了多少钱，就分了多少钱给你。

如果你当时买价对应的市盈率是在 20~25 倍市盈率左右，那么通过现金分红和股票回购，你早就已经收回了全部投资成本。未来的可口可乐就是你每年的 0 成本提款机，并将一直提款至可口可乐公司从地球上消失。这是一个非常典型的超强现金牛投资案例，仅通过分红和回购就能够在 10 多年时间里收回全部投资成本，我觉得这种方式是最适合普通投资者的。

我相信很多人都会问，这种方式在 A 股真的可行吗？其实这个问题的答案不在于是否可行，而在于耐心。而缺乏耐心，恰好是人性的弱点之一。在绝大多数时间里，我们要战胜的始终都是人性和我们自己。

大家最近或多或少可能都看到了大道接受方三文的采访内容，里面有一段就提到了茅台。当前茅台 20 倍左右的市盈率，3%~4%的股息率，而持有茅台的最坏结果可能就是在未来 20 年里茅台的股价不涨了。但是通过每年收息，也能在 20 年里收回大部分的投资成本，而且茅台现在也开始了股票回购。

所以单纯的比较可口可乐和茅台两个品牌及其品牌，可能并没有那么直观。但如果映射到收回投资本金的方法上，那两家公司目前就极其相似了。对于这种投资方式的学习，我非常建议大家看沃尔特·施洛斯的内容和思维，经典、简单、易懂、能学会、能上手、能赚钱。我是觉得一种普世的投资方法，一定是简单又有效的，而且人人都能学会。

我对吉列完全不了解，只知道在宝洁收购吉列之后，巴菲特逐渐退场。收益还是很好的，年均复合收益率超过 18%。

回答 2：（巴菲特）

“在食品行业，你永远无法从某一产品中得到像可口可乐和吉列那样确定的统治力。人们在选择吃的方面更加易变，所以人们可能会喜爱吃麦当劳，但是在不同的时间，他们也会去不同的餐厅吃饭。与此相反，人们一旦开始使用吉列刮胡刀刮胡子，就不太可能会改用其他产品。

在食品行业，你永远无法获得可口可乐在软饮料行业所取得的不可战胜性，**软饮料行业绝不会出现第二个可口可乐。可口可乐取得现在的地位花了 100 多年时间**。我记得，可口可乐好像是 1886 年创立的，有 111 年的历史了。所以在不可战胜性方面，我觉得麦当劳和可口可乐不在一个级别。

根据价格的不同，麦当劳也许可以是一种更好的股票投资。但你不可能从我这里得到这个价格，而且我认识查理，我很怀疑你是否能从他那里得到这个价格。但我们会给他一个机会。(笑声)看起来他准备好了。”

PS：

在之前的文章，也就是 1996 年的股东大会问答中，提到了一个概念**“心智份额”**。我之前一直觉得“品牌”这个要素要占很大一部分，不过现在观念转变了。本质上，还是我们对产品的习惯。

品牌的持续强大是源于产品在我们心中的“分量”，而这个分量最终由产品本身决定。可乐这种碳酸饮料，最重要的就是**“口感”**，只要口感不变，产品就不会变。白酒其实也是一样，53° 飞天的“12987 工艺”不变，那么茅台的口感就不会变。衍生到其他产品上就是**“使用的感觉”**，也就是只有用这个产品才能带给你这种不一样的用户体验，这些都是**差异化**的表现。

当然，后来我们也知道巴菲特承认麦当劳他看走眼了。从现在的视角来看，麦当劳的商业模式也确实超出了我们的想象——除了收租，就是收特许权使用费，收租占了大部分。不过，从产品在未来持续时间上的对比来看，我也觉得可乐会更长一些。除了口感、渠道外，关键是可乐要更便宜些，谁都能买来喝一瓶。

. . . . . .

今天就这些了。

为什么巴菲特不卖股票却劝你别买？看懂这 1 点让你少交学费

主题丨内在价值、估值与安全边际
原发布日期丨2025.11.26　　作者丨年报其语

本文记录了 1997 年伯克希尔股东大会上关于股市估值和买得太贵的问答。巴菲特警告股东，尽管他认为可口可乐和吉列是“不可战胜”的，但这绝非无条件的买入建议。他强调，股价往往会领先于业绩，若支付过高价格，可能需要数年才能回本 。同时，巴菲特也反思了自己过去对价格“过于敏感”的错误（曾为 1/8 美元纠结），指出对于伟大企业，确定性比便宜 5%-10%更重要 。芒格则指出，过去 15 年的高回报源于“业绩提升+利率下降”，未来回报将回归均值 。

抄大师作业风险也很大，因为缺乏足够的安全边际。投资需要克服“买涨不买跌”的人性弱点，建立独立的估值体系 。

. . . . . .

伯克希尔哈撒韦 1996 年股东大会问答环节**提问：**

“巴菲特先生，我叫皮特·班纳，来自科罗拉多州博尔德，我是股东之一。最近，格林斯潘先生(美联储主席)对经济繁荣发表了他的看法。此后不久，**你在年报中公布了你的看法，你认为美国股市的估值已经得到了充分的体现**。关于股市的估值，你有没有和格林斯潘先生沟通过？”

你会抄作业吗？

这个回答解释了普通投资者对**高估值、买得太贵**和**抄作业**的大部分疑惑。

回答 1：（巴菲特）

“巴菲特：没有。我记不清上一次见格林斯潘的确切时间了，不过那肯定是在很久以前。所罗门发生危机时，我们曾有过一次交流，在他担任美联储主席之前，曾经是大都会/ABC 公司的董事会成员。我是在那时认识他的。

不过，有时候很难听懂艾伦在说什么，所以和他交流没有太大的意义。(笑声)我的意思是，他说话非常小心。不过我很高兴你提到了年报，**在今年的年报中，我说可口可乐和吉列是不可战胜的公司并描述了它们有多伟大**。它们绝对是由杰出经理人经营的伟大公司。**但我觉得合适的做法是你们不要把我的看法看作是这些公司无条件的买入的建议**，尤其是因为读了我们的年报。**你可能会为这样的公司支付过高的价格**——至少在短期是这样的。**永远存在一种风险：企业的业绩需要好几年时间才能追上你所支付的价格**。我想说的是，**股价可能会领先于企业的业绩，不论这家企业有多伟大**。”

PS：

这段话包含的信息量有点多，也是大部分普通投资者无法在短时间内战胜的一种心理倾向——买涨不买跌。另外，我觉得这段话如果倒着读，理解的逻辑可能更清晰。

1. 股价可能领先于企业的业绩

公司股价的上涨，绝大部分时间里都是市场参与者的预期表现。当大部分人认为这家公司未来业绩大概率会上涨，或者业绩存在超预期的迹象时，大概率股价在短时间内就已经起飞了。至于企业未来业绩是否达到预期，那不是用来披露的，是用来打压股价的。因为一旦业绩不达预期，公司股价在前期存在超涨的情况下，大概率是会跌的。

这就是市场所有参与者——机构、量化、散户之间的博弈。我是不想参与其中的，所以最好的办法就是远离市场。在安静的地方默默学习自己喜欢的公司，想清楚估值和股价之间的波动原因和关系。于是剩下的问题只有两个：时间和运气。我在明白这个问题后大概半年多时间，看到了施洛斯的一些文章内容，发现原来大师们已经这么干了几十年了。

2. 支付过高的价格

既然要远离市场，那就需要做另外一件最重要的事——**估值**。因为不管公司好坏，投资亏损的最大原因之一就是因为买在了山顶，支付了过高的股价。说简单点就是散户们在刚入市的时候高位接盘、山顶吹风若干年而下不了山。这对任何一个新的二级市场选手来说，基本上是必经之路，俗称交学费。

那要如何在受一次伤之后，舔好伤口继续再战，并尽可能地避免再犯同样的错误？答案只有一个，好好学习估值。在这儿很多人就会犯选择困难证：认真学习 DCF 模型？还是听从大佬们的建议搞一个毛估估？

毛估估有一个基本前提，你需要非常地懂公司。任何领域里的大佬，给的最终结论可能听起来都是非常简单的，就比如毛估估。但是普通投资者在学习时大概率会忘了一件事，用我们经常打的比喻来说：看山是山，看山不是山，看山还是山。这就是学习新东西的三重境界：刚开始接触的时候觉得很简单；认真系统了解的时候发现咋这么多东西要学、啥都看不懂；等真的搞明白之后发现确实如大佬所说，也就是那么一回事。

所以毛估估没有错，错的是很多人在没有经过大量的学习、思考、实践和复盘前，自信的以为自己又行了。这是犯错的根源，也是买贵的重要原因之一。从买贵造成惨重损失的角度来讲，“安全边际”可能是普通投资者最大的防亏秘籍，当然最好是不投资。

3. 不要把任何的意见看作是买入的条件

这个俗称抄作业，特别是抄大佬们的作业，关键是大佬们也经常承认自己犯错。抄作业的本质也是在赌运气，所以我们只有可能在买自己非常了解、信心十足的企业时，才有可能伴随企业未来业绩的持续增长，赚到投资的钱。我个人是反对抄作业的，其中还有一个很重要的原因就是，你怎么知道你比他们买得更便宜？你的安全边际留得比他们更充足？

对于以上问题的解读，巴菲特非常明确地给出了答案，继续往下看。

回答 2：（巴菲特）

“我不知道这些公司或者其他任何一家公司的股价和业绩相一致的点在哪里，不过我确实说过，**鉴于股市中大部分股票的估值水平都很高，包括这些不可战胜的公司，出价过高的风险会相当大。所以，**

我发表那些看法的用意绝不是让人产生这样的印象：因为我买了这些公司，因此人们就拿我的看法当作无条件的买入建议而不管其买入的价格。

我们没有出售这两家公司的股票的打算，即使它们的股价比现在高很多，我们也不会出售。不过我不想人们——尤其是那些经验相对较浅的人——看到这些公司的名字后认为我在向他们兜售这些公司的股票，认为它们是很好的买入对象。一般来说，**对一家企业是否伟大更有把握，比对股价是否高了 5%还是 10%更为重要，这个思想我领悟得非常慢。过去我对价格敏感得令人难以置信，**以前在我们把出价提高 1/8 美元之前，会在办公室里召开祈愿法会。(笑声)但这绝对是一个错误，在某些情况下，还会是一个大错误。我们因此错过了许多良机。

所以，我在年报中说的并不是对市场的预测，我们从不试图预测股市。我们确实尽力给企业定价。我们发现，如今不论是伟大的企业、还是好企业，还是中等企业或者次中等企业，很难找到我们觉得便宜的。不过当然，你不是总能有机会购买便宜的东西。查理？”

PS：

这部分回答推荐大家认真多咀嚼几遍，细细品味一下。

1. 大部分好公司的估值都很贵

巴菲特说，“不要因为我买了这些公司，你们就就拿我的看法去无条件买入这些公司的股票，完全不管买入的价格。”因为市场中的好公司始终是少数，绝大部分人都盯着在。所以在业绩长期向好的情况下，估值高是一个很正常的现象。巴菲特一辈子都在强调一个最基本的原则——安全边际，但普通投资者通常会忘了这一点。你是不是买得和他一样的便宜？如果不是，那么你承受风险的点本身就更高，亏损的概率和金额本身就更大。加上任何一点风吹草动都会引起市场的买卖行为，股价自然会跟着波动。而一旦波动过大，有几个人能够忍受得住不割肉？

2. 我永远不卖，不代表让你们跟着买

投资决策，是独立思考的典型代表。巴菲特都说得这么直白了，但是大部分人依然会去揣测。所以投资也是战胜人性和自己的过程，我推荐大家读一本书《乌合之众》。我觉得到了一定年纪自然就会明白，独立思考其实是很难的一件事，不是说想做就能做到的。这里面既有性格和经历的原因，也有人性和天赋的影响。

最后一个总结，发现并持有一家伟大的企业最重要。若你能找到并持有属于自己的那个伟大企业，价格的问题自然会迎刃而解。就像如果你几年前 300-400 元的时候买了很多黄金放在家里，现在的你还会考虑价格是涨了 100，还是跌了 100 吗？关键还是在于你很早就发现它，然后以你觉得相对便宜的价格提前买了并一直屯到现在。

回答 3：（芒格和巴菲特）

芒格：“我非常同意这种看法。(笑声)我们敢打包票的一件事是，从长期看，投资于一个标准股票组合所能获得的、经过通货膨胀调整的实际回报将低于过去 15 年的水平。过去这 15 年是一个前所未见的好时期，今后股市投资的平均回报将会回归到均值水平。”

巴菲特：“过去十几年来，美国企业取得了非同寻常的好业绩。这对证券来说是一个重大的利好，因为它们代表着这些企业的一部分。过去 15 年来利率也降低了，这对股票来说也是一个重大利好。从

理性计算的角度看，不管什么时候，只要利率下降，所有金融资产的价值就会上升。最近几年，**这两大因素(业绩提升+利率下降)的共同作用增强了美国企业的真正价值**。不过，现在这些因素已经得到了大家的广泛认可。

本·格雷厄姆以前经常说，在投资上，与一个坏的假定前提相比，一个好的假定可能会带给投资者更多的麻烦，因为如果一个假定是错误的，人们马上就能发现它的谬误，但一个好的假定却可以持续一段时间。**要知道，如果利率下降、权益回报率的提高，企业就会变得更值钱**。但最终，对许多投资者来说，股市自身的波动创造出一套自己的涨跌理由，人们已经忘记了起初点燃他们热情的原因以及他们受到的数学约束，**在股价上涨了一段时间之后，仅凭不断上涨的股价就足以让人们兴奋不已，并促使更多的人加入游戏中**。因此，在一段时间之后，人们就会把之前的假定忘得一干二净，只剩下一个事实：这个假定导致股价不断上涨。于是，股价将自己推动自己不断攀高(股价正反馈效应，反身性理论)。

格雷厄姆曾经结合 1920 年代的股市在这方面写过文章。当时埃德加·劳伦斯·史密斯在 1924 年出过本很不错的书《用普通股进行长期投资》，这本书解释了为什么投资股票比投资债券好(书中主要观点：通胀的可能性远远大于通缩，而在面对通胀时，债券无任何抵御能力。**对于优质公司而言，利润多数归属于股票持有者，而非债券持有者**。人口增长会带动产品和服务的增长，与这些产品和服务相关的上市公司也会相继增多。)。这本书可以说是 1920 年代牛市的圣经。如果你注意到埃德加·劳伦斯·史密斯基于价格所做的解释说明的话，他在书中说的话还是有道理的。但是，**人们通常会忘了他们支付的价格的重要性，因为牛市的经历会掩盖理性的光芒**。”

PS：

二十多年后的今天，“业绩提升+利率下降”这个因素同样在影响着现在的股市。美联储今年但凡宣布降息，美股头部的科技公司大概率都是涨一波，特别是在业绩预期向好的情况下。因为降息意味着现金流折现率的下降，当现金流不变时，小于 1 的分母变小，现值自然就会越大。不过巴菲特和芒格也说过，当利率降低到一定程度或者小到不能再小时，他们会适当提高折现率，以正确反应估值。但对大部分人来说，控制“买涨不买跌”的欲望是很难的。一旦牛市到来，什么东西都在涨的时候，人们通常会间歇性忘记股价过高的风险。

今天就这些了。

1997

为什么买得便宜才是硬道理？普通投资者只需做对这 1 件事就能赢

主题丨内在价值、估值与安全边际丨市场波动、风险与投资心理
原发布日期丨2025.11.28　　作者丨年报其语

今天是 1997 年伯克希尔股东大会上巴菲特对“股市风险”的独特定义。巴菲特指出，真正的风险不在于市场波动，而在于企业经营风险和支付价格过高 。“好生意”可以具象化为高毛利（如茅台 94%）、低资本支出（如可口可乐 80%回馈股东）和强涨价权。巴菲特强调波动是投资者的朋友，利用“市场先生”的错误定价是获利的关键 。

. . . . . .

伯克希尔哈撒韦 1997 年股东大会问答环节**提问：**

“你能给我们讲讲，**你对股票市场风险的定义**以及它与标准定义的不同之处吗？”

什么是股票市场的风险？

我认为这段回答从两个要点出发，已经完全讲清楚了我们该如何买股票。但如果你和我一样只是一名普通投资者，那我给大家的建议是将重点放在第二点上——**一定要买得便宜**。

回答 1：（巴菲特）

“**我们首先考虑的是企业风险**。本·格雷厄姆投资之道的关键就是，不能把股票看作是一张纸或者股市的一部分，**股票代表的是企业的部分所有权**。在座的各位都拥有你们所投资企业的一部分，**如果那家企业的表现很好，你们的投资就能取得不错的回报，只要你们购买的股票的价格不是高得离谱**。所以，我们考虑的是企业风险。企业风险可以来自方方面面。举例来说，风险可能来自企业的资本结构，有人可能举借了沉重的负债，如果企业经营遭遇暂时性的小问题，债权人就会迫使企业破产。”

PS：

在这个回答中，巴菲特从两个方面解释了他们认为的风险：

- **企业的风险**
- **买贵的风险**

巴菲特将股票市场风险剥离开，从企业风险切入，告诉了我们一个经典总结——**买股票就是买公司**。其中的关键之处，就在于让我们专注考虑企业风险，而不是股市风险。这个概念在格雷厄姆的《证券分析》第 27 章 普通股投资理论中有明确提出来，书中原话是**“购入普通股被视为拥有企业部分所有权”**，这就是我们现在经常听到的买股票就是买公司。

虽然，巴菲特总结我们的投资回报最终取决于公司的表现。不过作为普通投资者，我更在意的却是后面那句话，**“只要你们购买的股票的价格不是高得离谱”**。我相信大部分人亏损的原因，大概率是因为股价买得太贵。

接下来，我们来看看巴菲特是如何具体解释这两个风险的。

回答 2：（巴菲特）

“企业经营的业务可能天生就有风险，有些企业的风险程度天生就比较高。以前商用飞机制造商比现在多，查理和我觉得开发大型飞机具有“赌上整家公司的”风险，因为在你拥有客户之前，先得投入几十亿美元。但是，一旦飞机出现一点问题，你的公司就完蛋了。**所以有些公司天生就具有很高的风险，因为投入产出的间隔太长，加上资本投入太大。对普通企业来说，除非他们自己是低成本生产商，不然就会面临风险**，因为低成本生产商会让他们关闭歇业。我们的纺织企业不是低成本生产商。我们当时有一支优秀的管理团队，大家工作都很努力。我们的工会也很合作，所有的情况都很好。但我们不是低成本生产商，因此这家企业的风险度很高。**那些能够以比我们低的价格出售纺织品的人，让我们的纺织企业充满风**险。所以，企业风险可能会来自许多方面。

通常我们投资的企业都是**内在风险较低**的公司，加上**资本结构比较合理**，从而使得企业的低风险不会转化成较高的整体投资风险。”

PS：

有些公司天生具高的风险。在这里，巴菲特提到两个问题：第一，投入产出的间隔太长；第二，资本投入太大。前者是效率低，后者是无底洞。在这个问题上，巴菲特和芒格一直有一个非常简单的基础判断标准，就是我们常听到的**“好生意的标准”**：

- 成本 1 美分，收益 1 美元
- 资本支出少，最好没有
- 拥有涨价权

1. 成本 1 美分，收益 1 美元

如果用一个指标来解释这句话，那就是超高的毛利率。那具体是高到什么程度为高？这个问题在不同的行业有不同的答案，但都有一个共同点：只有行业中竞争优势最强的公司，才能享受该行业中最高的毛利率。我用不同公司的毛利率给大家做一些举例：

- 茅台酒 94%，泸州老窖高端 92%
- 腾讯 53%，拼多多 61%，小米互联网服务 77%
- Meta/Facebook 82%，谷歌 58%，微软 69%，英伟达 69%，苹果硬件 37%、软件 74%
- 可口可乐 61%，农夫山泉 58%，麦当劳 57%

我们能够想到的一些最热门公司，都是该行业中的最强者。这些公司的毛利率不光是在本行业中最强，甚至和其他跨行业公司比也不见得低，这就是我们要寻找的优质标的。

2. 资本支出少，最好没有

这是巴菲特非常强调的一点，因为它直接关系到公司现金流的多少。但有一点是普通投资者极其容易忽视的，那就是公司能够回馈给股东的现金流到底多不多。因为普通大众的注意力是集中在股价每天的波动之中，很少有人会关注公司分不分红、是否回购股票。这个问题的原因在于换手率，考虑分红和回购是以年为单位，而股价波动是以秒为单位，两者考虑的东西完全不一样。

资本支出少，意味着公司挣得每一分钱都可以回馈给股东。举个最简单的例子，可口可乐公司。可口可乐每年赚 100 亿美金的利润；其中，60%作为现金股利分给股东，20%回购自家股票增加内在价值，剩余不到 20%用于资本支出维持生意。如果大家想要理解什么是生意所需的资本支出少，就按这个标准来找。你就会发现能做到这一点的标的公司，数量可能立刻就来到个位数。

3. 涨价权

提价权可以用来检验一家公司的产品是否真的是刚需或不可替代。那些能涨价，销量却还可以不减反增的产品，就是真刚需。这个我也给大家举个比较极端的例子：爱马仕和香奈儿。特别是爱马仕，在去年奢侈品行业这么难的情况下，依然营收和利润双增长。看看 LVMH 和开云集团等奢侈品巨头，就知道爱马仕的产品需求是有多硬了。

除此以外，巴菲特提到了普通企业的硬伤。如果不能维持低成本制造，就会被竞争对手以更低价格抢走生意，这就是价格战的开端。那普通投资者要如何选择投资标的？就是选企业风险较低、资本结构合理的公司，从而避开高投资风险。这是巴菲特对考虑企业风险的回答，不过我认为普通投资者更应该时刻牢记下面这句话的解释——**一定不要买贵**。

回答 3：（巴菲特）

“除此之外的风险是你购买了这样的企业，但你支付的价格太高。这种风险经常会降低你的回报，但不会造成本金的亏损，除非你的出价高到天上去了。所以，这种风险就变成了你自身的风险，你要坚持你对企业真实基本面的信心，不过于担心股市。毕竟，股市是为你服务的而不是驾驭你的。这就是持有一家好企业的关键，不然的话，你就会遇到市场中存在的风险。

你提到了波动。对我们来说，**股市一天波动 0.25%还是 0.5%或者 5%没有任何区别**。实际上，如果波动更大，我们会赚更多的钱，因为股市会制造更多的错误定价。因此，**波动对真正的投资者而言是一个巨大的优势**。本·格雷厄姆举了**市场先生**的例子，我们在年报中也使用了这个例子，我“剽窃”了它们，我会“剽窃”所有好作家的东西。他说，想象一下，当你购买股票的时候，你买下了企业的一部分，你有一个乐于助人的伙伴，他每天都会出现在你面前，并给你报一个价格，在这个价格上，他愿意购买你手上的股份，或者将他的股份卖给你。这个价格几乎是一样的。对非上市企业来说，没有人每天都能得到这样的报价。但是在股市中，你却得到了。因此，这是一个巨大的优势。如果你的这位伙伴是一个嗜酒如命的躁郁症患者的话，这个优势就更大了。(笑声)实际上，他越是疯狂，你赚的钱就会越多。

所以，作为一个投资者，你应该欢迎波动。但如果通过保证金进行投资的话，你不会喜欢波动。不过如果你是位真正的投资者，就不会使用保证金杠杆。如果你是一位投资者，就会对剧烈的波动欣喜若狂，因为这意味着有更多的证券会被错误定价。其实，最近几年的波动相对于过去的水平有所下降。波动看起来比以前大，因为大家看的是道指的点数，他们看到道指上涨了 50 多点或者下跌了 50 多点

等等。不过，以前的波动要比现在高多了，那时的波动幅度真的非常大。因此，当时股市提供给投资者的机会也更多。查理？”

PS：

这是格雷厄姆理论的精华：**安全边际**和**市场先生**。

那如果买得太贵了会发生什么？举个例子，如果在 2021-2022 年间的高点买入白酒的朋友，就会有这种强烈的感受。买入成本站位高点，但股价在之后却一直跌跌跌到底，50%以上的回撤是很正常的。我们能说茅台不是好企业吗？肯定不是。但在 2000 以上买入茅台的，目前账面依然浮亏 25%以上。这就是支付价格太高，降低了未来回报。虽然账面有浮亏，但是却不会造成本金的永久性亏损，这是因为茅台本身的企业风险极低。那什么是本金的永久性亏损？看看恒大和最近的万科。

假设茅台的估值在很长一段时间里都不会怎么增长，那这部分亏损要怎么弥补？答案是，靠分红。在茅台目前 75%左右的分红率和小部分股票回购基础下，每年能获得 3%~4%以上的回报。那么 25%的浮亏在未来 6 年内大概率是可以完全抹平的。何况即便连续三年 5%的净利润涨幅，估值也是会缓慢提升的。但问题就是，它会拉低你未来获取投资收益的时间和空间，这就是买太贵的弊端。这个问题在大道的最新采访对话中也有专门提到。

总之，作为一名小散，我深刻体会过买贵的惨痛教训和亏损。也许凭借我的努力能够看懂好公司为什么好，但是却不一定能够懂得股价和未来估值间的差距，这就是我认知的最终体现。在通往“懂”的这条路上，只有持续学习和独立思考，没有任何捷径可走。

.....

今天就这些了。

为什么巴菲特只需 5 分钟做决定？背后这 1 个 40 年的笨功夫让你汗颜

主题丨能力圈、阅读与长期学习

原发布日期丨2025.11.30　　作者丨年报其语

如何 5 分钟做决策？巴菲特解释，这一“神技”并非科幻，而是基于他和芒格 40 多年商业研究的积累。通过日复一日地阅读年报，他们在脑海中建立了高效的“筛选标准”。以飞安公司为例，尽管从未持股，但他们已持续关注了 20 年，因此在买入时完全不需要实地考察总部或查看租约，只关注企业的“基本经济特征”。

普通投资者只看到了“5 分钟”的结果，却忽视了背后“几十年如一日”的枯燥坚持。芒格强调，伯克希尔不仅是投资公司，更是一个教授“简单且伟大的思想体系”的学校。

. . . . . .

伯克希尔哈撒韦 1997 年股东大会问答环节**提问：**

“你在年报中说，‘如果有人知道有一家像飞安公司这样的好公司，请告诉我，你会很高兴地看一看，并**在五分钟或更短的时间内我会给你答复**’。我妻子问我，**他怎么能做到呢？他从哪里得到信息来做这个决定？他怎么知道这些信息是有效的呢？**”

5 分钟判断是否投资一家公司？

听起来很科幻，但巴菲特和芒格却是一直这样做。股东问的问题，和我们想问的一样。说到底，大家就想知道巴菲特和芒格到底是怎么做到的，是不是在吹牛。

回答 1：（巴菲特）

“**五分钟的测试**是因为——你知道，查理和我对几乎每一家我们感兴趣的公司都很熟悉。我的意思是，**如果你已经从事商业研究 40 多年了**，就像你每天都在研究棒球运动员一样。过了一段时间，你就会认识所有的球员。这就是它的工作原理，随着时间的推移，我们在脑海中形成了一系列的筛选标准。**我们不认为它们是完美的筛选标准，这些筛选标准偶尔也会漏掉应该被过滤掉的东西，但它们非常高效**。它们的效果就像我们花了几个月的时间聘请专家做各种研究一样好。**所以我们真的可以在五分钟内告诉你我们是否对某件事感兴趣**。”

PS：

这里巴菲特提到一个前提条件：**从事商业研究 40 余年**。再说简单点，从 20 多岁开始到 60 来岁，看了 40 多年的公司年报和所有公开信息。我不晓得其他人怎么样，但就我自己这三年看公司年报的经历和感受来看，坚持 40 年是一件极其困难的事。别说 40 年了，就是坚持 10 年每天不停看年报和阅读，怕是没几个人扛得住。我最近也收到很多人给我留言说，“别学巴菲特他们两个，纯属浪费时间。”就这个问题，我唯一要问的问题也只有一个：“各位是否真的能做到每天看年报和研究公司，坚持 10 年不变？”

在 40 年里的时间里，你可以亲历一家伟大公司从无到有、从弱到强的完整发展过程，但我估计也只有少数人能够做到。放眼 A 股，从 1990 年至今，总共也才 35 年。而在这 35 年里，一直留在 A 股并坚持到现在的公司、且一直很强大的公司还剩几家？再或者说，从中国开启证券交易至今，有多少人是一直坚持看公司披露信息和学习商业研究判断至今的？所以一句“从事商业研究 40 多年”还真不是普通人能够轻易触及的。但我相信再过 20 年，A 股肯定有人能够站出来说他做到了，只是现在这句话说出来的概率极低罢了。

至于巴菲特提到的如何形成自己的筛选标准，我给大家推荐一个很简单易行的方法：

- 找 5-10 个你想学习的行业
- 每个行业在全球选 3-5 家上市公司
- 将每家公司的招股书和全部年度报告看完
- 然后自己总结每个行业的大概盈利数据和行业特征

比如说，你想了解腾讯。那你就把腾讯、Meta/Facebook、Google、苹果、微软、亚马逊、网易、米哈游、阿里巴巴等，统统认真研究一遍。每家公司的年度报告和招股书都是公开的，美股的也都可以直接在线翻译成中文看。至于能不能形成自己的筛选标准，我建议是先看完以上公司所有的公开信息再说，大概 200 份左右。如果按我自己的进度来算，一年左右我能看完。巴菲特和芒格，这样的事他两做了一辈子。一个干了 70 多年，一个干了 60 多年。

回答 2：（巴菲特）

“我们从未买过飞安公司的股份，但我们对这家公司至少有 20 年的了解了，你说呢，查理？”

芒格：“没错，不过我有个合伙人 20 年前买了很多。这也很棒。”

巴菲特：**“几乎任何行业都是如此。一旦我们对我们不理解的东西有了一个固定的答案，然后我们就不再关心关于它们的更多信息了，即使我们可能会在学习的过程中有所收获。而那些我们能够理解的，我们可能已经学得差不多了，所以我们只需要五分钟**。

现在，当我们准备买下飞安公司时，在购买前后，我从来没有踏上过他们的模拟飞机。他们在世界各地有大约 40 个训练中心，我也从来没有去过任何一个。我从未去过他们的总部、从来没有看过租约、我们不看物业的名称……我的意思是，我们不做这些事情。我想说的是：到目前为止，这从未花费我们一分钱。”

PS：

有些公司或许你从未真正持股过，但并不妨碍你持续关注、研究和学习它们，只是这个时间是多久也许是一个未知数。就像巴菲特和芒格说的，在他们持续跟踪和研究一家公司的过程中，一样会有收获，虽然他们不一定会买。

当他们决定买某家公司的时候，可能都是 20 年以后的事了。这时候，巴菲特和芒格告诉你，他俩 5 分钟就作出了决策。我们听到这个回答的时候，在意的是**“5 分钟做决策是不是有点过于夸张”**，但有可能实际情况是**“他俩已经持续研究了这家公司 20 多年”**。

为什么说很多人都会习惯性地觉得不可能？因为大部分人只在意结果，很难在意过程。即便有在乎过程的，又有几个人能全凭兴趣做到这么极致？“不积跬步，无以至千里”，“天下大事，必作于细”，

这些话我相信每个人都懂，但能真正坚持做下来的能有几个？问题不在于谁能够 5 分钟内做出决策，而在于谁一直几十年如一日的坚持学习和进化。

回答 3：（巴菲特）

“让我们付出代价的是，我们错误地评估了企业的基本经济特征。这是我们无法从人们普遍认为的尽职调查中学到的东西。虽然我们可以让律师检查所有的事情，但这并不是一笔交易是好是坏的原因。我们不会通过做大量的研究和报告来欺骗自己——他们会支持给任何付钱给他们的人想要的东西。所以这类研究报告没有任何意义，是无稽之谈。**但我们确实关心企业的经济特征是否正确，这是我们认为非常重要的一件事，我们有特定的筛选标准**，它在特定的情况下告诉我们结果，我们有足够的评估。不过我们也会犯一些错误。查理？

芒格：“我没有什么可补充的，除了人们低估了一些简单的伟大想法的重要性。**我认为，从某种程度上说，伯克希尔是一个说教式的企业，教授正确的思想体系**。我认为，主要的教训是，一些伟大的想法确实有效，因为我认为我们的这些筛选标准已经运作得相当好，因为它们很简单。”

PS：

“让我们付出代价的是，我们错误地评估了企业的基本经济特征”，这个问题巴菲特在股东大会上已经给过了答案，大家可以参考前面这篇文章： 为什么买得便宜才是硬道理？普通投资者只需做对这 1 件事就能赢。

芒格说，他认为伯克希尔是一个说教式的企业，教授正确的思想体系。这句话我非常认同，如果你是想要在未来时间里，全面提升自己的思维和认知程度，顺便开心轻松地赚钱，那么这条路自然适合你。

今天就这些了。

为什么巴菲特宁愿放弃 10 倍股也不买？警惕这 1 类高风险的道德黑天鹅

主题丨市场波动、风险与投资心理

原发布日期丨2025.12.01　　作者丨年报其语

1997 年股东大会上关于烟草股的提问，深刻探讨了商业利益与道德底线的冲突。巴菲特和芒格承认，烟草生意（如奥驰亚）是极其完美的商业模式：毛利高达 60%，资本支出仅占利润的 1.3%，且拥有强大的涨价权（年涨 2%-6%）。

然而，尽管面临巨大的投资吸引力，巴菲特和芒格最终决定不投资烟草生产公司。他们表示，这会让他们感到“烦恼”和“不舒服”。芒格强调，每个人都必须根据自己的人生观划出一条“道德和伦理界限”。烟草股的回报极高，但我们也需要思考：在暴利与良知之间，投资者该如何抉择？

. . . . . .

伯克希尔哈撒韦 1997 年股东大会问答环节**提问：**

“我的问题是关于烟草类股票的，最近烟草类股票遭到了打压，伯克希尔有没有持有这些股票？这些股票中有没有一些变得特别有吸引力？具体来说，你能否告诉我们你对 UST 烟草公司有什么看法？”

又是烟草公司？

巴菲特在 1994 年股东大会问答中有回答过，没想到 3 年之后又被提出。1994 年的烟草公司问答文章链接我放在最后。

回答 1：（巴菲特）

“我们不会就我们现在拥有的股票发表任何评论。**以前我们持有过烟草公司的股票，但我们持有的规模从来都不大，虽然这有可能是一个错误**。但有人以前曾写信问我，我们是否应该持有烟草公司的股票。我们在布法罗拥有一家报纸《布法罗新闻报》，这张报纸会为烟草公司做广告。查理是一家大型仓储式连锁商店好市多公司的董事，好市多以前叫廉价好市多，他们卖香烟。**通过我们全资拥有的子公司，我们也成了烟草销售过程的一部分**。所以，我们对待烟草公司股票的策略一直是，**如果从投资角度看它们是有吸引力的，我们就会投资它们。但几年前我们曾经作出一个决定：我们不投资烟草生产公司**。我们曾经遇到过一个收购烟草生产公司(Conwood)的机会，后来这家公司经营得非常好。当时我们坐在孟菲斯一家酒店的大厅里谈论这家企业，最后决定不买。”

PS：

烟草公司的投资再次被提及，不过两位老头的结论一致：不再投资烟草生产公司。也就是说，不参与烟草的直接生产，但间接的烟草产品销售不可避免。

烟草生意说到底就是尼古丁上瘾，上瘾的背后就是重复消费，加上单位价格在消费类产品中不贵，这就变成了一门生意。为什么说从投资角度看烟草生意是有吸引力的？这个问题想必大家心里是很清楚

的：因为它实在是太赚钱了。好生意的三大基本原则：毛利率超高、资本支出少、涨价权在手，这三点在烟草生意上体现得淋漓尽致。

我们再次说回烟草巨头公司奥驰亚/Altria（香烟品牌是万宝路），先上三个基础数据：

- **毛利率：60%**
- **资本支出占净利润比重：1.3%**
- **涨价幅度：年均涨价幅度 2%-6%**

什么概念呢？

在近二十年的时间里，奥驰亚的毛利率从 40%不到，逐渐上涨至目前的 60%。原因大家也肯定已经想到了，就是每年涨价。而这个涨价频率还在逐年缓慢提升，从以前的每年涨 1 次，变成现在的一年可能涨 3-4 次。关键是每次涨价的幅度还从以前的 1 次涨几分钱，变成现在 1 次涨 2 毛钱。

我用 AI 查了下数据，美国卷烟市场年萎缩率达 3%-5%，所以奥驰亚只能通过提价来弥补销量上的损失。尽管销量下降，不断地涨价依然让公司的盈利体量缓慢膨胀。也就是说，奥驰亚的策略成功让公司在卷烟销量持续下滑（年降幅 3%-5%）的背景下，维持甚至提升了盈利能力。

而这们生意最大的吸引力，不仅是在销量萎缩的情况下盈利上涨，而是做这门生意基本上不花钱。2024 年度，奥驰亚的资本支出占净利润比重仅仅只有 1.3%！你们没有看错，就是 1 点 3 个百分点。相当于公司赚 100 元的纯利润，只需要拿出 1 块钱来维持这门生意，就能稳赚不赔。这就是现实世界中我们最能直接接触的一本万利的生意。

投资回报率呢？

从 2006 年至今，奥驰亚集团累计净利润 1,243 亿美元，累计现金分红 976 亿美元，累计分红率 78%。我最早看奥驰亚集团的年报是在 2024 年 4 月底，也是出于好奇。奥驰亚当时的股价是 40 美元/股上下，按照 2024 年 4 月底的股价计算，奥驰亚 2024 年的股息率达到 10%，之后奥驰亚的股价就开启了连续上涨模式。截至今天，奥驰亚的股价是 59 美元/股。如果持有到 2025 年底分红，得到的总收益率约 68%。（两年的股息 10%*2=20%；股价上涨 48%*）

相信大家现在能体会到巴菲特说的烟草这门生意背后的投资吸引力了。但是两位老头依然最终决出了一个决定：不投资烟草生产公司。

原因是啥？我们继续往下看。

回答 2：（巴菲特和芒格）

芒格：**“我们不买不是因为我们觉得它做不好，我们知道它将会做得很好。”**

巴菲特：“我们知道它将会做得很好。现在的问题是，为什么我们会为烟草公司做广告、愿意投资出售烟草的超市或者 7-11 便利店却不投资烟草生产公司呢？我无法给你一个确切的答案。我只知道，烟草生产公司会让我烦恼，而其他公司不会。我敢肯定，其他人在跟烟草行业划清界限这个问题上和我们的做法不同。因此，我们从没大举投资烟草公司股票这事实，并不因为它们是人们抵制的行业。而只是因为，从整体看，烟草公司未来的前景让我们觉得非常不舒服(大规模诉讼/道德谴责)，以至于我们不想大规模投资它们的股票。查理？”

芒格：“没错。我想，每一家公司和每一个个人都不得不划出他们自己的道德和伦理界限。就我个人来说，我喜欢不得不做这件事所产生的纠结和复杂，这让人生变得很有趣。我不认为我们可以为他们的决定找出特别合理的理由。但是，在我们愿意做什么以及不愿意做什么之间，我们必须得划出一条线。我们根据我们的人生观划出了这条线。”

PS：

他俩非常清楚知道烟草生意是挣钱的，不过最后依然没有投。最后的原因，不知道为啥两人都说得很含蓄，**就是道德和伦理底线**。巴菲特更是直接说，不管是持有烟草公司股票，或是买下整家企业，都是很棘手的决定。在这么大且稳定的利润，以及很高的投资回报率面前，你们会怎么选？

这几天，关于某记录封存的事情网上发酵很厉害。多的不说了，但凡涉及该类话题，大家都懂得。

吸烟有害健康，能不抽的，就别抽了。

最后是 1994 年的烟草公司问答文章链接： 巴菲特：关于烟草业和鞋业的未来考虑

. . . . . .

今天就这些了。

为什么说泡沫是人性造成的？警惕这 1 种“被股价迷惑”的非理性繁荣

主题丨市场波动、风险与投资心理

原发布日期丨2025.12.02　　作者丨年报其语

在 1997 年伯克希尔股东大会上，关于“道指 7,000 点是否高估”的问答巴菲特指出，判断估值合理与否的核心在于两个变量：权益回报率（ROE）和利率。如果高 ROE 能维持且利率不升，高估值即合理；但他也警告高 ROE 通常面临均值回归的风险。

巴菲特回顾了 1954 年道指从 280 点涨到 404 点时市场的“恐高”情绪，指出真正的泡沫源于人们被股价上涨迷惑而忽略了基本面，强调市场会出现“20 美分买 1 美元”的极端机会。我认为对普通投资者来说，“挣钱很多+买得便宜”的保守策略和“不亏损”的首要目标，能更好的对抗市场波动 。

. . . . . .

伯克希尔哈撒韦 1997 年股东大会问答环节**提问：**

“我的名字叫巴库·帕特尔。我来自纽约北部。我有几个问题。目前道琼斯约为 7,000 点，标普约为 800 点。根据你的估值模型，在当前的利率、通胀率和增长率下，这两家公司(指数)的公允估值是多少？”

如何判断市场的估值是否偏高？

这个股东的提问也是很多人想问的，巴菲特是如何判断美股指数是否过高的。

回答 1：（巴菲特）

“这个问题问得很好，不过很难回答。如果你相信美国企业的**整体权益回报率仍然能维持**在最近几年的水平，并且你**预计利率不会发生变化**，道指 7,000 点和标普指数 800 点的**估值水平就是合理的**。这里面有很多如果，**如果利率上升，估值将自动下降**。更重要的是，美国企业的平均权益回报率，目前处于历史最高水平，经济学常识告诉我们这个水平难以维持，如果权益回报率下滑，这也将压低估值水平。但是如果你觉得美国企业当前的权益回报率水平可以持续到未来，并且你认为今后利率水平将保持不变或降低，你就可以说如今道指和标普指数的估值水平是合理的。”

PS：

在判断道指和标普指数的估值水平时，我们先看看巴菲特提到的几种情况：

1. 当权益回报率不变时，若利率不变，则估值不变；若利率上升，估值会自动下降。
2. 目前美国企业的平均权益回报率处在历史高位水平，由于均值回归的存在，最终权益回报率的降低会压低整体估值水平。
3. 如果你觉得美国企业未来的权益回报率可以一直维持，且今后的利率不变或者有可能下降，那么估值就会一直维持下去。

在这儿他提到了两个点：**权益回报率**和**利率水平**。权益回报率，指的是企业挣钱的综合能力，就是ROE，其最终会体现在利润和现金流水平上；利率水平，是现金流折现的另外一个要点，既体现了我们承担风险的高低，也是我们要求回报率的多少。这两者是现金流折现的最关键因素，理解 DCF 就是在理解这两个关键点。所以，巴菲特上面说的话就可以理解为：

1. 当公司赚钱能力不变时，如果风险不变、我们要求的回报率不变，那么估值就不会变；如果风险变大、我们要求的回报率变高了（比如，从 6%变成 10%），那么估值就会降低。

2. 当下美国企业的平均挣钱能力正是杠杠滴，但均值回归最终会把整体挣钱能力拉低到一个平均值，所以整体挣钱能力的预期下降，会使得整体估值偏低。

3. 假设你觉得未来的美国公司，挣钱能力会一直延续下去，而且利率不会有太大变化甚至还会更低，那么估值就会一直高下去。

瑞·达利欧在《经济机器是怎样运行的》的视频中系统阐述过“利率是国家调控经济的重要手段”的观点。所以不管是在 DCF 模型中，还是在经济机器运行中，利率都是影响估值的重要因素。我们当前所处的低利率时代就是个例子，市场的整体估值的确是在提升的。

但我认为在单体公司中，企业的权益回报率比利率的影响要大得多。利率的变化会使得估值上升或降低，就像“市场先生”会不停给出高价和低价。但最终决定某个单体公司未来走向的，还是其未来的持续盈利能力，而且是只能维持或变强，一旦变弱估值一样会被打压下来。从这一点来看，我们自然也就能理解巴菲特在之前回答中说的那个结论：**“我们关注的是【企业风险】，不是【股市风险】。”**

回答 2：（巴菲特）

“很有意思，在我写完年报之后，我看到了各种各样的评论。在此，我给你们做一个小小的测试：本世纪哪两年道指整体的涨幅最大？

20 世纪道指涨幅最大的两年是：1933 年，大多数人都不认为它是特别好的一年，以及 1954 年。在这两年中，算上股息，道指的涨幅全都略微高于 50%。不要忘了,1929 年道指的高位是 381 点，道指超越这个高位用了 25 年。1954 年道指从 280 点上涨到 404 点左右，涨幅略高于 50%。1955 年 3 月，由于道指上涨了这么多，当时他们做了什么呢？他们决定对此召开一次国会听证会。因此，在 1955 年 3 月，Fulbright 担任主席的银行和货币委员会在参议院举行了听证会。我的老板格雷厄姆被叫去作证。阅读当时的听证会的材料很有趣。伯纳德·巴鲁克当时也去了，出席听证会的人形形色色。我家里有这场听证会的文稿。格雷厄姆在发言的开头对当时的市场状况发表了他的看法，他认为股市的估值水平看起来很高，实际上确实很高，不过没有看起来那么高。(笑声)目前的情况也是这样。我的意思是，只要和 1954 年本作证的那年道指 404 点的点位相比较，如今 7,000 点的点位当然很高。

不过，整体上美国企业的盈利和权益回报率在此期间发生了巨大的变化，利率也出现了很大的波动。这些就是启动一场蓬勃的大牛市的潜在基本面。不过在一段时间之后，就像我之前说过的那样，人们完全被股价的上涨给迷惑住了，而没有思考潜在的合理性。正是在这样的情况下，危险的泡沫才有可能成形。

我丝毫不知道股市会怎么走。不过，目前的情况可以产生真正的极端——就像 1973 年和 1974 年那样，你可以以 20 美分购买 1 美元，这是过分便宜的情况，我们也会碰到股市过分昂贵的情况。这个国家不会消失，只是在股市中，人们的行为可能会非常极端。从长期看，这对头脑冷静的人而言是非常有利的。查理？”

芒格：“我没什么要补充的。”

PS：

美国企业盈利能力和权益回报的提升，以及利率的较大波动，启动了一场牛市。但买涨不买跌的心理，将价格进一步推到了更高的区间，潜在的泡沫随之形成。

在我看了很多公司的年报和估值后，搞懂了一个很简单的道理：公司未来能不能一直挣钱，就是估值的根本；但是，只有避开高上天的股价、买在很便宜的时候，才能缓冲下跌时带来的心理压力。至于找到伟大公司并买在合理价格，我还没到理解到那一步。在这种情况下，我自然会选择更保守的“挣钱很多+买得便宜”的策略，我越发觉得这是普通投资者能选择的最简单的一种策略。毕竟投资不仅仅是比哪个挣得更多，更关键是要活下来、不亏损，然后待在里面慢慢获得一辈子的收益。

.....

今天就这些了。

巴菲特和芒格在 1997 年对“内在价值”和“筛选标准”的经典解读！强烈推荐大家再读 1 次

主题 | 内在价值、估值与安全边际

原发布日期 | 2025.12.04　　作者 | 年报其语

今天的文章有点长，因为这个问题巴菲特和芒格两个人共同回答了 13 分钟，这在股东大会现场回答中是不常见的一幕，可见内容有好多。所以我强烈推荐大家收藏下来，慢慢地读一次，你一定会有新的收获。

因为某种神秘原因，股东大会的文字实录部分发不出来。我只能用图片代替，有点影响阅读的观感和流畅度。但我觉得需要给出完整的文字实录，方便大家各自参照、对比和理解。之后的所有文章，可以发文字的，我把文字打出来；不行的，我暂时用图片代替。

. . . . . .

伯克希尔哈撒韦 1997 年股东大会问答环节**提问：**

“我是弗雷德·库克，来自科罗拉多州博尔德。**这是一个关于内在价值的问题，希望你俩都能回答，过去你们曾写过关于这个问题的答案，这次也许你们会想出不同的答案**。你写了很多关于内在价值的东西，并且表明你试图在年度报告中给股东提供足够的工具，这样他们就能做出自己的决定。我希望你们能在此基础上再扩展一下。

首先，你认为在伯克希尔年报或其他你审阅过的年报中，**决定内在价值的重要工具是什么**？其次，您在应用这些工具时**使用哪些规则、原则或标准**？最后，这个过程，也就是这些工具的使用、标准的应用，是**如何与你之前描述的筛选标准联系起来的呢**？”

又是内在价值的评估。

1994 年股东大会回答的问题，3 年后再次被提出来，巴菲特不厌其烦地详细回答了 13 分钟。很难得遇见巴菲特和芒格对某一个问题单独发表意见，而且足足讲了 13 分钟。这次的问题要分成 3 个点：

1. 决定内在价值的工具
2. 使用的原则或标准
3. 筛选标准

接下来，我们分两个部分来看巴菲特和芒格是如何详细解释这 3 个要点的。

第一部分：内在价值及其使用原则

回答 1：（巴菲特）

巴菲特：如果我们能够洞悉任何企业的未来，比方说 100 年或者企业灭亡时，在企业和股东之间的现金流入以及现金流出，然后以适当的利率并将其折现到现在，我们就会得到内在价值的数值。这和计算一张贴着许多息票、100 年后到期的债券的价值很相似。如果你知道息票有多少，就能通过以适当

的风险利率折现来计算它的内在价值。或者你可以将息票率为5%的债券与息票率为7%的债券进行比较。每张债券的价值都不一样，因为它们的息票率不同。其实企业也有息票，这些息票未来会发生变化，只不过没有印在股票上。因此，企业未来的息票要由投资者自己来估计。

就像我们以前所说的那样，像高科技企业这样的公司，我们无法知道其未来的息票是多少。但是当我们找到一家我们认为自己相当懂的企业时，我们就会努力考察它的未来，并计算它未来的息票是多少。事实上，我们可以说是试图现在就把这些未来的息票打印出来，这就是我们判断一家企业10年或20年后的价值所采取的方法。

当我们于1972年买下喜诗糖果的时候，我们当时不得不在以下方面得出结论：我们能否弄明白经营的竞争环境、喜诗糖果的优势以及劣势、今后10年、20年或30年这家企业的情况会如何。

如果你试着评估内在价值，就会发现全都与现金流有关。当前在任何一个投资对象中投入现金的唯一原因，是你期待将来可以取出现金，不是通过将这个投资以更高的价格卖给别人赚钱，因为这是一种十足的狗咬狗游戏[who beats who]，而是通过你投资的资产的产出赚钱。购买一座农场是这样，买一套公寓也是这样，购买一家企业同样如此。

投资就是今天投出去钱，为了在将来收获更多——不是通过将投资的资产卖给其他人，而是通过资产自身的产出。如果你是投资者，就会关注你所投资的资产——对我们而言是企业未来的表现。如果你是投机者，主要关注的是资产的价格未来将会怎样，而不管资产自身的未来表现。而投机不是我们的游戏。我们知道，如果我们对企业的判断是正确的，将会赚很多钱。如果判断是错误的，就不会有任何希望——我们不指望赚钱。

PS：

评估内在价值，就是计算现金流的折现。但不知为什么，仍然有很多人不停地问现金流要怎么折现、该怎么选折现率。到底是因为方法太简单了大家不相信，还是觉得DCF太难学、太难理解了。我其实也觉得很奇怪，因为具体的计算方法有且只有三步：

1. 搞清楚现金流
2. 用合适的利率折现
3. 得到内在价值的大概数值

在1994年的股东大会上，巴菲特也有过详细解释，针对那次的回答我写了文章供大家参考，链接在这儿： 巴菲特：企业的内在价值到底怎么计算？

企业每年产生的现金流，就如同债券每年支付的票息。而债券和股票的不同是：**债券是明码标价，股票要自己估算**。难就难在任何需要我们自己估算的东西都建立在独立思考之上，而大部分人是不愿意费脑力去做这件事的，更何况企业现金流估算的准确性，远不如票息那么确定。正是这种不确定性的存在，造成了我们每个人对同一企业现金流理解的差异。

为什么巴菲特和芒格不喜欢投高科技公司？这个问题是有答案的，并不是他们不理解公司的业务和发展，而是他们没办法确定高科技公司在未来20-30年的票息（现金流）具体是多少。在这一点上巴菲特已经说得很明确了，**“我们就是试图现在就把未来的现金流逐年打印出来，然后用于判断一家企业10年或20年后的内在价值。”**

但我相信大家除了想知道未来 20 年现金流的具体数值外，更想知道的这些数值是怎么考虑出来的。因为我们需要把这种能力学会，并用在自己投资的标的公司上，方便我们自己估算内在价值。所以巴菲特以 1972 年买下喜诗糖果时的结论为例，解释了 3 个要点：

1. 我们能否搞懂公司经营所处的**竞争环境**
2. 公司的**优势**以及**劣势**
3. **未来 10-30 年**这家企业的情况又会如何

看似很简单的 3 点，却需要我们对同一行业中的所有公司进行比较。这个问题巴菲特和芒格在以前也专门解释过，“如果你想搞懂一家公司，最简单的办法就是把这个行业中，你能找到的所有公司的年报全部读一遍。”通过看公司年报，可以解决大部分人在理解公司过程中 80%的问题。

在评估内在价值的最后，提到了赚钱的问题，“不是通过将这个投资以更高的价格卖给别人赚钱，而是通过你投资的资产的产出赚钱。”简单点说，你在坐等高价接盘，还是通过公司创造的现金流来盈利。前者是等着其他人以更高的价格买走，后者是伴随企业的未来盈利能力共同富裕。虽然格雷厄姆对投资的定义是，“一种通过认真分析研究，有指望保本并能获得满意收益的行为。不满足这些条件的行为就被称为投机。”但我在后续理解的过程中，逐渐形成了一个非常明确的观点：“除考虑安全边际外，一定要非常地清楚，你到底在盼着股价上涨，还是伴随公司未来创造更多现金流。”

而巴菲特对此的解释更清楚，“投资就是今天投出去钱，为了在将来收获更多——**但不是通过将投资的资产卖给其他人，而是通过资产自身的产出**。”因为投机者关注的是资产的价格在未来会不会涨，而不考虑资产本身在未来能不能赚更多钱。这就好比，你是愿意现在一次性拿 1,000 元并在之后 4 年什么都没有，还是愿意未来 5 年每年领取 500 元。在这个问题上，我明白自己确实是看懂了的。

第二部分：筛选标准

回答 2：（巴菲特）

你提到了我们的筛选标准。我们不知道有些企业 10 年或 20 年后价值几何，甚至连一个有把握的猜测也提供不了。显然，我们不认为我们对企业价值的估算能够精确到小数点后第二位或者第三位。不过，对于某些企业，我们还是十拿九稳的。我们设计筛选标准的目的就是为了确保我们投对企业。我们基本上使用无风险的、期限较长的政府债券的利率作为折现率。

说到评估伯克希尔的价值，我们试着告诉你们尽可能多的关于我们企业的信息，所有关键的因素。我们在年报中介绍我们企业所使用的方法和指标，与查理和我在考察其他企业时所用的一样。所以，如果查理和伯克希尔一点关系都没有，但他在看了我们的财报之后，得到的内在价值肯定和他在伯克希尔待了这么多年得出的结果差不多一样，至少我是这么认为的。在评估伯克希尔内在价值方面，该有的信息都有了，我们给你们的信息也是——假如我们的位置调换的话——我们想从你们那里得到的信息。

像可口可乐、吉列以及迪士尼这样的企业，你所需的信息在年报中也是应有尽有。你需要了解它们的业务，在日常生活中就可以获得这方面的知识。这一点在一些高科技企业中是做不到的，但在有些企业中你可以做到。然后，你就可以坐下来，描绘这些企业的未来蓝图。查理？

PS：

筛选的目的，就是为了确保买到对的企业。具体要怎么做？从看不同公司的年报、做对比开始。这一点和他俩以前的回答如出一辙，你们所需要的大部分信息在公司年报中都可以找到。即便如此，还是会有人告诉你年报都是假的、财报都是洗过澡的。对这个问题，我不做过多解释，但给大家分享一个行业经验，可能会帮助你们更好的理解这个问题。

在我以前经手过的所有审计项目中，不管是私营企业，还是上市公司（包括 A 股、港股、甚至新三板/现北交所的 IPO、融资/发债、年报审计和尽职调查等）。一家公司有没有舞弊或舞弊嫌疑，有没有在账上动过手脚，有没有串通外部套取公司资金或者不当获利，是一定有痕迹存在的。唯一不同的是每个人判断这些内容的能力和经验的确有深浅之分。更重要的是签字会计师到底背负了什么，有没有严格遵守职业道德守则，懂得都懂。

但大部分优质的公司，是不需要为了财报业绩故意在账上动手脚的，因为完全没有这个必要。这就好比你明明数学可以轻松考 140 分，结果为了某一次考试一定要拿到 143 分，你冒着被抓的风险夹带了小抄进考场。这就是没得必要，除非你有其他不可告人的秘密，比如考了 143 分就保送 985、211。所以关键在于判断背后的真正目的和动机，抓舞弊反而是其次。

所以公司年报放心的看，因为在同行业多家公司的对比中，孰优孰劣是一眼就看得出来。特别是在某行业的龙头公司具备断层领先优势的时候，更是如此。我们要关注的是这些优势是如何形成的，未来能不能一直维持下去，为什么其他竞争对手没办法把龙头拉下来等等。所以大家看，是不是自然的你就想到了要去判断公司的护城河和竞争优势。

回答 3：（芒格）

芒格：我认为，投资筛选标准是机会成本是一个简单的理念。如果你已经有了一个可以大笔下注的投资机会，且与你看到的其他 98%的机会相比，你更喜欢这个机会，你就可以把其余 98%的机会剔掉，因为你已经知道更好的机会了。因此，有很多机会可供投资的人获得的投资通常比机会较少的人好，使用机会成本这个理念来筛选可以作出更好的投资决策。持有这种态度，你会得到一个集中度非常高的投资组合——这个我们不介意。我们的做法如此之简单，可是效仿我们的人却很少，我不明白这是为什么。伯克希尔的股东倒是普遍效法我们。他们全都学会了这一点。但它不是投资管理行业的标准做法，甚至连一些伟大的大学和聪明的机构也不这么做。这就引出了一个非常有趣的问题：如果我们是对的，为什么大错特错的著名企业是如此之多？(笑声)

巴菲特：关于这个问题，有几个可能的答案。(笑声)我认为态度很重要！如果有人向我们推销一家企业，我们脑子里想到的第一件事是：我们更愿意买入这家企业，还是更愿意增持可口可乐？我们更愿意购买这家企业，还是更愿意增持吉列？不拿这些未知的新企业与你非常确定的企业进行比较是疯狂的。你能找到的、未来前景和可口可乐一样确定的公司极少。因此，我们想购买那些确定程度接近可口可乐的公司。然后，我们想弄清楚购买新企业是否比增持我们已经持有的公司更好。

如果每一个管理者都这样做，在收购他们从来没有听说过不相关行业的企业之前，就问自己：收购这家企业会比回购我们自己的股票更好吗？比购买可口可乐的股票更好吗？如果他们这样做的话，兼并收购交易将会少很多很多。但不知是什么原因，他们似乎没有这么做——而我们会这么做，会将新的企业与我们认为我们能够得到的、近乎完美的企业进行对比。查理，说点啥吧？

PS：

一句话总结，就是比着买。我们平常买任何东西，大都会货比三家。我之前听过一个笑话，说的是我们现在买袋面包、买盒牛奶都知道要看下里面的配方干不干净、有没有各种添加剂，但很多人在买股票时却只是单纯的靠直觉就认为股价一定会涨，买股票甚至还不如买袋面包来的仔细。

所以看更多的公司，扩大自己的理解范围。然后从看年报这种简单的事情入手，其实是一个非常好的方法，多对比总归是件有利的事。再具体点来说，就是选定几个你最感兴趣的行业，然后从其中一个行业的所有公司开始看起。当过目的公司达到一定数量时，判断公司的好坏只是一个自然的结果。关键还是要看得多，然后有一个心目中最优秀的标杆企业摆在最高位，在考虑其他任何企业时都可以和这个心目中最好的标杆公司做对比，然后考虑自己的机会成本，我相信这个积累的过程对任何人而言都是少不了的。

回答 4：（芒格和巴菲特）

芒格：过去，内在价值这个概念使用起来要比现在容易得多，因为有许多许多股票的售价在清算价值的 50%以下。的确，在伯克希尔的历史上，我们购买的有些证券的价格只有清算价值的 20%。过去，本·格雷厄姆的追随者只要用盖革计数器对美国的公司进行计算，就能找到一些让他们心动的证券。只要你对企业的整体市场价格稍微懂一点，就能很容易地发现你的买入价相对于内在价值打了很大的折扣。不管管理团队有多糟糕，如果你的买价只有资产价值的 50%甚或 30%，你依然可以赚很多钱。

但是随着投资者逐渐聪明起来，且股票的表现如此之好，股价通常会越来越高，以前那种投资方法越来越难赚到钱了。如今为了找到价格相对于内在价值出现折扣的证券，这些简单的投资方法一般来说不管用了。你需要采用沃伦的思维方式，而这难得多。

如果你从良好的普通教育中掌握了几个基本的思想，你就能很好地预测一些企业的未来表现。我在南加州大学商学院演讲中说的就是这个意思。换句话说，根据几个简单的基本因素来抽丝剥茧地进行分析，我们会发现可口可乐是一家很简单的公司。其实理解好市多也不是那么难。你知道——你必须要了解人类的行为，了解一些基本的模型，这些模型很简单，比数量机械理论容易掌握多了。你必须得懂一些东西，要真的懂。

巴菲特：当查理说清算价值的时候，他的意思不是关掉企业清盘后得到的价值。而是其他人为了得到现金流愿意支付的价格。举例来说，你可以看看 1974 年大都会购买的一些电视台。这些电视台的价值是它们售价的好几倍。这并不是因为你关闭电视台可以得到这么多价值，而是因为它们的现金流值这么多钱。这完全是因为股市一片低迷。就像我所说的那样，如果协商的话，你可以以几倍于股价的价格出售公司的资产。还免费获得了一支优秀的管理团队。股市会发生这种事情。以后还将发生。

但投资和计算内在价值还有一个部分是，当你计算完一项资产的内在价值之后，计算结果告诉你“不要买”，这时你不能仅仅因为其他人认为这项资产的价格会上涨、或者因为你的朋友最近轻松发了一笔横财等与此类似的理由而买入。你必须丢掉没有通过筛选的投资机会。最近能够赚钱的想法少之又少，你必须得做好准备，不碰任何你不懂的投资，我认为这是一个很大的障碍。

芒格：沃伦，如今投资变得更难了，你应该同意我的看法吧，对吗？

巴菲特：对。不过我也认为过去 40 年来几乎任何时候，在这个舞台上，我们都可以说投资变得更难了。(笑声)但如今投资更难赚钱，难得多了。现在更难赚钱的部分原因是我们管理的资金量。如果我们管理的资金只有 10 万美元，且我们真的需要钱——我们的回报前景将比现在好多了。道理很简单，

如果我们管理的资金量较小，潜在的投资范围就大多了。现在，我们考察的很多投资机会也受到了其他很多人的关注。而在以前，很多时候我们关注的机会，其他人几乎看都不看。不过过去也有过例外。当我们考察一些投资的时候，全世界对待这些投资就像疯了一样，这对我们来说肯定是一大帮助。

PS：

投资越来越难，这是一个共识问题。总的来说，想要完全靠买得便宜来获取超额收益是一件很难的事了。所以，芒格才说采用巴菲特的思维方式，只是要理解这种方式要难得多。连芒格都说“你必须得懂一些东西，要真的懂”，可见投资虽门槛低，但要完全懂是真的难。

芒格在南加州大学商学院演讲是公认的必看视频之一。跨学科思维方式和 100 种思维模型，我现在也开始重新建立，又是巨大的阅读量。这些都是短期内无任何收益的慢动作，除了长期积累别无他法。

另外，巴菲特在最后的提醒，我觉得各位有必要重复阅读几次。

当你自己有了对某个投资标的内在价值的评估后，虽然觉得不是你的选择，但是身边的人却疯了一样买，而且它的价格蹭蹭涨，结果你还是没忍住买了进去，这也是一种“不懂”的表现。建立并相信你自己的筛选系统，然后坚持自己的原则，丢掉没有通过你筛选的机会。巴菲特的原话是，“不碰任何你不懂的投资，但这对很多人而言是一个障碍。”这句话是不是觉得很耳熟？因为大道也经常说，“不懂不做，不为清单。”

. . . . . .

今天就这些了。

为什么迪士尼也要做流媒体？看懂这 1 个原创资产逻辑背后，3 年 8 倍的复盘

主题丨企业生意模式与竞争优势

原发布日期丨2025.12.05　　作者丨年报其语

从传统电视到现代流媒体的商业进化，今天我想和大家分享 Netflix 的发展史：从低毛利的 DVD 租赁，经历 2013 年《纸牌屋》开启的“原创豪赌”，顶着 80%的高负债率和多年负现金流，最终在 2024 年实现了 390 亿美元营收和 22%净利率的质变。

无论是电视还是流媒体，生意的本质是争夺“注意力”。Netflix 在暴跌 70%后实现 3 年 8 倍的反弹，证明了“优质原创内容”（占比 62%）是互联网时代最核心的护城河和现金流来源。

. . . . . .

伯克希尔哈撒韦 1997 年股东大会问答环节**提问：**

“巴菲特先生，我是来自奥马哈的里克·富尔顿。最近我和我的妻子在华盛顿特区出差，我想告诉格雷厄姆夫人，我知道她在这里，早上起来读像《华盛顿邮报》这样的好报纸是多么的高兴。另外，我有一个关于大都会和迪士尼的问题。既然美国广播公司归迪士尼所有，墨菲还在忙吗？巴菲特(笑)而且，每周人们都会在报纸上看到尼尔森的收视率。现在似乎看美国广播公司(ABC)的人越来越少，这有关系吗？这对迪士尼的利润有影响吗？谢谢你！”

电视业务和迪士尼。

我不懂电视业务，迪士尼也还没看。但这两者之间，崛起了一个新领域——流媒体，代表公司是奈飞/Netflix。因为我之前专门看过 Netflix，今晚顺便和大家聊聊这家公司。

回答 1：（巴菲特）

“收视率的高低对利润来说是有影响的，这是肯定的。收视率是由很多因素决定的。不过整体来说，如果你的新闻节目的收视率高、如果你的晨间节目的收视率高、白天和晚上的收视率高，你就能赚更多的钱。**收视率可以转换成钱。收视率可能不能立马变成钱，尤其是在之前的广告卖得太便宜的情况下**。但随着时间的推移，你收到的产品价格与评级有关。不过，假以时日——这个时间可能会很长，**你的产品的价格和收视率是有关系的，制作产品的成本和收视率也是有关系的**。不过，在时间周期上会有区别。

所以，**收视率对任何一个电视网络来说都是有影响的**。迪士尼对这些很清楚，他们是非常好的经营者，我想这几年之后就会体现出来。但是你不能马上看到这一点。节目的修正不是几周之内就可以见效的，因为人们的观看习惯需要时间来改变，任何变化都有时滞**。过去 20 年来，我们看到电视行业的排名变化非常大，一家电台有些时候是行业龙头，过一阵子可能就垫底了**。查理？”

芒格：“没错。**电视业务从本质上说是很难做的**。迪士尼在 ESPN 上经营得比他们预想的要好，在电视网络方面可能做得稍差一些。但出现这种情况也是正常的。”

PS：

在有线电视年代，电视业务的竞争就是收视率。其本质是留下观众的注意力，收视率意味着全部。背后的商业模式和现在区别不大，赚钱渠道依然是广告。像以前红极一时的现象级电视剧《还珠格格 1 和 2》，收视率纪录至今无人能破。

不过在互联网和移动互联网时代，油管、社交媒体、短视频等逐渐取代电视业务。背后本质不变，依旧是吸引观众注意力，将其尽可能留存在自己的平台上。所以我们会看到，各大平台都要披露一些关键数据：留存观众观看的时长、用户数量、日活\月活用户数量等是否在逐年递增。

互联网视频时代，是在流媒体技术成熟（2010 年后）才真正崛起。“边传边看”解决了“下载久、占内存”的问题，催生了现代意义上的视频网站。比如 YouTube、Netflix、B 站、腾讯视频、爱奇艺等。这些平台的核心竞争力，本质是 “流媒体技术的优化”（如清晰度自适应、卡顿率低）+“内容生态的搭建”（如独家版权、UGC 创作）。

这里面我最熟悉的是 Netflix，是流媒体时代中的典型代表。Netflix 从做 DVD 租赁业务起家，行业毛利率不高，早期只有 30%多，净利率更是只有 5%上下。从流媒体时代开始，Netflix 逐渐转型并成为这个行业的代表。其流媒体转型也是该行业的重要里程碑，Netflix 从一家 DVD 租赁公司逐渐成长为全球流媒体行业的标杆。

2007 年，Netflix 正式推出流媒体服务，允许订阅用户通过互联网即时观看内容。

2010 年，Netflix 将流媒体服务作为独立服务提供，不再完全依赖 DVD 业务。

2011 年，Netflix 宣布将 DVD+流媒体捆绑服务，拆分为两项独立收费服务，标志全面向流媒体转型。流媒体平台的订阅收费模式就是从这个时候开始的。不过，这个时候 Netflix 还没有自己的原创内容，其内容库中的电影和电视剧全部是授权版权。为充实流媒体内容库，每年花巨资大规模购买版权，重点储备经典美剧的独播权。比如，已经过期的《老友记》。但从 2011 年开始，Netflix 大力投入原创内容，之后三年增加 35 亿美元的内容资产。同年，腾讯视频也正式上线。

2013 年 2 月 1 日，Netflix 推出首部原创剧集《纸牌屋》，这是奈飞发展历程中的第三个重要转折点。《纸牌屋》的成功意味着 Netflix 完整了从"内容中转站" 向"内容生产者"的转变，之后便是 Netflix 原创时代的开启。但是转型给 Netflix 带来了巨大的资金压力。从 2011 年到 2019 年，Netflix 的成本有一个非常显著的特点：一边是早年高价囤下的第三方版权费资金压力，另一边是对未来原创内容投入的巨额资金。在这九年间，Netflix 的资产负债率都是 80%上下，自由现金流几乎每年都是负数，可见其现金流压力有大多。

2019 年，Netflix 的自制内容产量增至 371 部，甚至超过了 2005 年整个美国电视行业发布的原创剧集数量。Netflix 原创内容和版权内容的资产占比，从 2015 年的 5：95，上涨到了 2019 年的 60：40。

2020 年，新冠疫情来袭，导致全球流媒体需求量剧增，Netflix 用户数量突破 2 亿，成为全球最大流媒体服务商。此时的 Netflix，营收已经从 2011 年的 32 亿美元，来到 2020 年的 250 亿美元；毛利率从以前的 30%+，正式迈入 40%行列；净利率也首次突破两位数达到 11%。这意味着多年前的 Netflix 原创内容战略宣布成功。

2021 年底，Netflix 遭遇了一次股灾，股价在半年里跌去 70%。原因是全球订阅用户数增长停滞，并在 10 年里首次出现用户流失。

2022 年 6 月，Netflix 在利润下跌的利空消息触底后，开启了暴涨之路，总涨幅 3 年 8 倍。

2024 年底，Netflix 营收 390 亿美元，净利润 87 亿美元；毛利率 46%，净利率 22%，ROE 为 38%；全球用户数量突破 3 亿；DVD 营收清零，当年正式结束 DVD 时代。Netflix 的原创内容资产占比上升到 62%的历史新高，以后这个占比还会继续攀升。因为阅读 Netflix 的全部年报和研究，我是在这一年意识到：未来的互联网时代，不管是公司还是个人，优质原创（特别是长视频、长音频、独立 IP 等）内容，将是我们持续生存和创造现金流的关键。我也通过完整复盘 Netflix 的发展史和估值历史变化，理解了如何挖掘遭遇偶发性打击的低估公司。

不管任何行业，高利润总会让巨头加入。流媒体行业目前有 Disney+、HBO Max、Amazon Prime Video、Apple TV+等， Netflix 的本土和全球市场份额都只有个位数，在各家都手握独家内容和 IP 的格局下，行业的竞争才刚刚开始。

.....

今天就这些了。

为什么巴菲特说 9800 磅卡车过桥理论，能解决你 100%的估值纠结症?

主题丨内在价值、估值与安全边际
原发布日期丨2025.12.07　　作者丨年报其语

今天文章中，我会给大家分享一个**【从零开始到估值判断】**的完整**复盘案例**，包括具体步骤和估值框架建立。目标公司是 Decker's Outdoor（DECK 集团，旗下产品有 UGG 和 HOKA），希望对你们实践和理解有帮助。

1997 年股东大会问答，巴菲特阐述了**“理解业务”**与**“安全边际”**的关系：越懂企业，所需安全边际越小。几个月前，我看完 DECK 全部公开资料，包括我对 DECK 的研究过程，如何通过阅读 29 年年报、利用 AI 查找思维漏洞、实地产品体验，建立对一家公司的深度认知。巴菲特和芒格指出，投资中最大的错误并非错过大牛股，而是在“懂且便宜”的稀缺机会面前，缺乏下注的勇气。投资，是长期枯燥研究后的雷霆一击。

.....

伯克希尔哈撒韦 1997 年股东大会问答环节**提问：**

“首先，你在 1991 年的信中提到，投资者最终会重复他们的错误。那么你要**怎么做才能避免犯同样的错误两次**呢？第二个问题是，你在 1992 年的信中写道，你倾向于用两种方式来处理未来的盈利问题：第一种方式是你了解的业务；第二个是安全边际。你说它们同样重要。但是，**如果你很难找到一个最佳的具有低估值+高增长的组合，你认为哪个更重要，高增长还是低估**？这是我的两个问题。”

安全边际和**击球区出手**的详细解释。

如果“股价便宜且未来还能大涨”的企业不好找，那么便宜和高增长选哪个，谁更重要？

回答 1：（巴菲特）

“巴菲特：我想，有一个更加权威的人曾经告诉过我们哪一个更重要。(笑声)**它们要在一起考虑**。显然，**如果你完全了解一家企业的未来，你就不需要多少安全边际**。因此，**业务波动的可能性越大，你需要安全边际就越大**。

我记得在第一版的《证券分析》中，格雷厄姆使用 JICASE 的例子告诉我们说：**“这家企业的价值在 30-110 美元之间，这个结果听起来并不好。这个信息能给你带来什么好处呢？如果该公司的股价低于 30 美元或者高于 110 美元的话，这个信息或许还能给你带来一些好处。”**这是说——你需要很大的安全边际。

如果你驾驶着载有 9,800 磅货物的卡车，通过一座载重量为 1 万吨的桥，且这座桥距离地面只有 6 英尺的话，你可能会觉得没事。但是，如果这座桥坐落在大峡谷之上，你可能就想得到大一些的安全边际，因此，你可能只会驾着 4,000 磅重的货物通过这座桥。所以说，安全边际多大取决于潜在的风险。不过，我们现在获得的安全边际没有 1973-1974 年期间那么大。

你要做的最重要的事情是理解你所投的企业。如果你**懂得一家企业**，且你投的**企业在本质上不会发生意外的变化**，你就能获得不错的回报。我们认为，我们投资的企业大多是这种类型。”

PS：

懂一家企业和留足安全边际，两者要同时考虑。巴菲特给出两个解释：

1. “懂”，是安全边际的前提。如果你完全理解企业未来，安全边际需求就会降低。因为你能看懂公司，自然明白风险大小。

2. 反之，若业务和业绩波动大，则必须留足余量，因为你需要的缓冲空间更大。估值波动，由业绩决定。

听起来像是正确的废话，但你扪心自问：第一，你如何确定自己真“懂”一家公司？第二，你如何估算公司未来 20 年的现金流？若能回答这两个问题，你看不看巴菲特和芒格的解释都无所谓；若不能回答，你看再多遍解释也需要亲自研究具体企业。

怎么研究？

找一个你擅长或感兴趣的行业，将该行业中全球上市公司的所有公开资料全部研究一遍。集中精力看三个材料：年报、Presentation/Quarterly Results、业绩电话会议。因为我是这样执行，我给你们的建议就是我的执行结果。几个月前我刚好看了 HOKA，母公司是 Decker’s Outdoor，旗下两个主要品牌：UGG 和 HOKA。和大家分享下我看这家公司的具体过程，希望对你们有帮助：

1. 公司年报、Presentation/Quarterly Results、最近几期业绩电话会议

获取 DECK 上述全部材料并阅读完。DECK 上市至今共 29 年，材料数量乘以 29，SEC 官网或 DECK 官网都可以找到。年报重点阅读“Management’s Discussion & Analysis”（管理层讨论与分析）。根据上述材料搞懂公司业务重心，找到并理解核心经营数据。比如，细分市场口碑、最受欢迎产品、解决什么问题、客户重复购买倾向、竞对产品的差异点和表现。如果可以，尝试了解企业文化，从 Mission Statement 和 Vision 等口号入手。

完成上述内容后，用 AI 检查你对企业的理解思路和重心是否准确。**注意，用 AI 不是“给我一份关于 DECK 集团的详细商业模式和估值分析报告”。**我是根据我的独立需求，让 AI 创建单独的 Prompt，再将我对 DECK 的全部理解重点放进去，让 AI 分析我对 DECK 的理解是否准确。比如，哪些地方需要深入拆解，哪些地方没有考虑到，优劣势的判断方向是否正确，企业文化和业绩的匹配程度等。如果理解有误，或者偏差过大，让 AI 给你提供修正建议和方法。重新思考后，重复上述步骤，直到方向大致正确。

2. 财报

重点是先理解生意模式，根据你对 DECK 公司、产品、业绩的理解，再来读财报。财报我会关注：前端运营资金是否充足、详细理解资产负债表、商誉形成过程、毛利率和净利率的成长历史及变化原因。读完之后，你会得到 4 个重要信息：

- UGG 发展过程及历史困境
- 管理层如何重塑 UGG 品牌和产品
- 第二增长曲线 HOKA 崛起过程
- 管理层如何将 UGG 的运营经验和资源复刻到 HOKA

读的时候，你要在每一年财报中比对核心财务数据：毛利率、ROE、净利润、自由现金流和资本支出。巴菲特和芒格说的好生意三个基础标准，在这儿全部要用上：

- 产品是否能够涨价
- 毛利率是否持续维持在行业高位
- 资本支出占净利润或现金流比重越小越好

财务数据会告诉你，除产品未来涨价权不确定外（主要原因是鞋类产品的差异化，并没有想象中那么大），其他标准大致符合。至此，一家新公司的框架组建完毕。在历史财报全部看完后，形成自己的理解和总结。通常我会把总结写成文章，方便复盘和迭代。未来每一份年度报告，会帮助你自动更新对这家公司的认知。随着时间推移，结合未来现金流和估值变化，你会不断更新认知深度，进而建立起你能理解的估值范围。**迭代，是最重要的。**

3. 同行业对比

同业对比操作起来很简单，除非有你想深入研究的标的公司，你只需阅读同业公司最新年报，直接对比重点信息。鞋业公司我选择：耐克、阿迪、安踏、昂跑，重点对比跑鞋新贵昂跑。对比有四个基础维度：

- 资本支出是否会在未来增长
- 谁能在涨价后继续保持市场份额
- 毛利率如何在未来 10 年维持在 60%
- ROE 谁最有可能长期维持在 30%~40%

除了看年报和分析，我会穿上几家公司的产品试一下。以跑鞋 HOKA 为例，我们需要问一个重要问题：“你穿跑鞋的目的是什么？”答案分三类：跑步、好看、功能。一个简单问题能看出我们对跑鞋的需求和理解，我的答案是：“避震缓冲和缓解膝盖疼痛。”创始人研发 HOKA 跑鞋，是为了解决户外跑，下山时膝盖疼痛问题，重点是超轻、支撑、回弹、柔软。一双好跑鞋的舒适感和对膝盖的保护，这些体验只有长期跑步，且有膝盖疼痛问题的爱好者才能体会到。另一个品牌 UGG 也是同样的思考过程。

4. 估值和低估的判断

上述问题解决完，你自然会思考 DECK 的估值范围。实际上，估值至此已经变得简单，因为用一句话就可以总结：“DECK 当前每年 10 亿美元的利润，在未来 10 年不会轻易消失殆尽。”所以我认为 DECK 在 100 亿美元（10 亿利润×10 年）估值时出现便宜信号（对应 PE 为 10 倍，股价 80 美元上下），这是我对 DECK 安全边际的理解。

但是我真的对吗？

答案是：**“在持有过程中，由你自己不断更新迭代。”**因为股价上涨不代表你一定正确，关键是验证、复盘、修正你的思考过程，并把迭代的逻辑用到你能力圈内其他公司身上。DECK 在 100 亿美元估值时，

当大部分机构和投资者，认为管理层下调第二年增长预期，是一个极大利空消息时，你能否坚持你对这家公司的理解？我分享三个我理解的 DECK 不同之处：

1. 小众品牌挖掘、孵化和运营能力
2. 化解 UGG 危机的 7 年历程和经验
3. 将 UGG 运营经验成功复刻到 HOKA

在 12 月 5 号的《Value Line》中，DECK 的评级显示对应当前股价为 83 美元。事实上，股价 80-85 美元只维持了一周左右，是在 11 月初。当评级机构给出答案时，DECK 在 12 月 5 号的股价已经是 100 美元。机会只在一刹那间，你如何捕捉信号？当击球区出现机会时，你会坚定奋力击球吗？

回答 2：（巴菲特）

“相比从你自己的错误中汲取教训，最好从其他人的错误中学习。就像佩顿过去说过的那样：“为国牺牲是一种荣誉，不过这种荣誉还是让别人获得吧。”(笑声)**我们的方法其实就是试着间接学习**。不过，我们重复犯过很多错误。我可以给你说说。我犯过的最大的错误或者说错误类型是，**当我发现某企业是伟大的企业时，我不肯支付较高的价格，或者在它的股价涨得较高的时候，我没能继续买入**。这一错误的代价是几十亿美元。我可能还会继续犯这种错。当我遇到比尔·盖茨的时候，我没有购买微软的股票。**对于像这样的事情，我一点也不在乎。因为这完全不在我的能力圈之内。但是当我发现了一家我懂的企业，且它的价格也很有吸引力的时候，如果我没有采取行动，这就完全是另外一回事了**。查理？

芒格：对。我想，**大部分人遇到我称之为想都不用想的绝佳机会的几率都非常小**。这些机会的吸引力如此明显，以至于投资它们肯定能赚钱。因为这些机会少之又少，并且几十年才出现一次，**因此我认为，人们必须学会当这些稀有的机会出现的时候，要有勇气和智慧以重金下注这些机会**。

巴菲特：没错。你一定得豪赌一把。如果你不这样做，就是疯了。当这些机会出现的时候，如果你投入的资金量很少，也是疯了。”

PS：

非常同意两位老头的话。我们每个人都在寻找属于自己的机会，但机会真的出现时，你能保证自己抓住并下注吗？这是体现你是否真懂的试金石。

……

今天就这些了。

为什么巴菲特选无风险利率折现？学会这 1 个简单逻辑，估值不再是玄学。

主题丨内在价值、估值与安全边际

原发布日期丨2025.12.08　　作者丨年报其语

今天文章中，我会给大家分享 2 个如何用无风险利率考虑估值的参考案例，包括具体步骤和解释。目标公司是**麦当劳**和 **DECK 集团**，希望对你们实践和理解有帮助。

巴菲特和芒格在回答环节揭示了使用无风险利率（国债利率）作为折现率的本质：它是一个通用的比较基准和机会成本筛选器。我希望通过麦当劳和 DECK 两个案例，演示如何用简单的小学数学（利润/3%-5%）计算企业估值，并结合安全边际（打 5 折买入）来锁定 10-16 年的回本周期。我承认自己能力有限，只能用勤奋看年报和保守估值来确保本金安全，宁可错过暴利，绝不承担亏损风险。

.....

伯克希尔哈撒韦 1997 年股东大会问答环节**提问：**

“巴菲特先生，我的问题是，当你对一个公司的现金流进行预测时，**为什么要用无风险国库券的利率**呢？你为什么不利用机会成本来折现呢？——就像查理提到的，比如采取**公司平均 12%的股本回报率**？或许可以拿你的**预期回报率目标 15%**作为比较，这同样也是是可口可乐的股本回报率。我的意思是，这样做会极大地改变你所评估的公司的价值，我相信你知道这一点。你为什么要使用无风险利率？这就是我的问题。”

折现率怎么选择？

很多人不理解为什么要选择无风险利率，这个问题要因人而异。如果追求极致 DCF 模型，一定不会选无风险利率，因为他们会通过 CAPM（就是资本资产定价模型，投资回报率 = 无风险利率 + β ×各种风险溢价）来调节最终折现率，其中包括 β 和各种溢价。如果你是我这种相信毛估估也能大概给个准确范围，那么选无风险利率也是可以的。

回答 1：（巴菲特和芒格）

巴菲特：“**我们使用无风险利率，仅仅是为了对不同的投资对象进行相互比较**。换句话说，我们寻找的是最有吸引力的投资对象。为了计算投资对象的现值，我们都需要使用折现率。**由于我们永远都能购买国库券，所以，国库券的利率就成了基准利率(回报率的锚)**。这并不意味着我们想购买政府债券。这也不意味着，如果我们得到的最好的投资对象表明，该投资每年的收益率只比国库券高 0.5%，我们就会购买国库券。但是我们认为，**这是一个合适的基准利率，我们只是使用这个利率来比较所有的投资机会**——企业、油井、农场等等。使用无风险利率作为折现率还与确定性程度的高低有关。这是一个基准利率，这并不是因为我们想购买政府债券。但它确实在整个估值过程中使其成为一个常数。”

芒格：“是的。你想买期限多久的政府债券显然都可以买到。所以，**投资股票的一个机会成本就是将股票和债券进行对比**。你可能会发现，**美国有一半的公司股票，你要么不了解它们，要么很担心这些股票的情况或者极度不看好它们，以至于你宁可购买政府债券**。因此，**从机会成本这个角度看，这些**

股票就被这个筛选标准给排除了。接下来你开始寻找那些你喜欢的股票，你对这些股票的喜欢程度远胜于政府债券。所以你会对这些股票逐一进行比较。如果你找到了一个你认为最好的投资机会——这个机会你很懂——你就有购买对象了。这个思考非常简单。除了最基本的经济学知识和博弈论之外，什么都用不到。估值的思维过程连小孩子都能想到。确实，真要动手对企业进行价值评估很难，不过估值的思维过程是小儿科。”

PS：

巴菲特说，使用无风险利率进行折现。这里的无风险利率，是指国库券的收益率，收益率范围在 3%~5%之间上下浮动。**该收益率就是投资者要求的最低回报率**。这样做的目的是，为了方便不同公司间的比较。

芒格认为，是否投资股票，其本身是一种选择，也就是机会成本。但是，任何一个市场，不说一半，至少有 3/4 以上的公司，普通投资者连公司全称都不一定能念完整。如果你担心这些股票的情况或者极度不看好它们，你自然宁可购买风险更低的政府债券。从机会成本看，这些股票就被这个筛选标准给排除了。

两位都说了同样一件事：**我们所有人都有可选择的最低回报率**，且风险极低。在日常生活中，即便在现行低利率时代，虽然 5 年期利率已经掉到 1.8%以下，但找一个收益率接近 3%的低风险投资标的并不困难。在这种情况下，人们为啥不买风险更小、收益更稳定的标的？很简单，人性的贪婪会驱使我们下意识的追求高收益。因为每个人都想挣很多钱，越快越好。注定普通投资者，不会选择回报率仅几个点的投资标的。此时，你说拿 3%~5%作为投资回报率的参考，你只会被翻一个白眼。

芒格说，估值的思维过程连小孩子都能想到。这个我不认同，我还是小孩子的时候只晓得打游戏，实在是想不到估值这里来。现在我可以给大家分享下我是怎么考虑的，供大家参考。如若不喜欢，你也可以翻我一个白眼，问题不大。

我用 3%作为基准折现率。原因是祖国 GDP 长期增速 4%+，长期国债利率 2%+，我取个中间数 3%。而且长期来看，找到一个 3%的低风险收益标的是相对容易的。但如果风险过高，我会适当提高到 5%，所以我的无风险利率区间就是 3%~5%。

选 2 家最近我看过年报的公司：麦当劳和 DECK。（特别说明：纯 YY，纯娱乐）

1. 麦当劳

2024 年净利润 82 亿美元，目前 2025Q3 是 64 亿美元，全年预估 85 亿美元上下。假设麦当劳以后增长非常缓慢、几乎不涨，85 亿美元的利润就变成一个永续收益。加上麦当劳的经营风险在我理解范围内，我会按照 3%的无风险利率折现，得到 2,800 亿美元（85 亿美元/3%）的估值。

另外一种简易方法。3%的折现率，倒数即对应 33 倍 PE/市盈率。换句话说，麦当劳一年 85 亿美元的利润，可以连续挣 33 年而不倒，加总起来也是 2,800 亿美元。

昨天我们正好聊了安全边际原则。在这种情况下，如果你有能力买下整个麦当劳，你会满打满算按 2,800 亿美元估值买吗？显然不会，你一定会觉得贵。但如果能够在 1,400 亿美元拿下，赚钱概率就大很多。因为 1,400 亿美元意味着，你的投资在 15 年~16 年左右就能回本（85 亿美元×16 年），对应 PE/市盈率就是 15~16 倍。如果这门生意在 15 年以后能继续稳稳当当经营下去，没有增长或者只有轻微增长，对你来说都不是问题。因为你已经收回投资成本，未来是纯赚。

但这种机会多不多？少得可怜。芒格说，“好机会要几年、甚至很多年才会遇到一次，而且你必须懂这门生意。”否则机会到来时，你既然不懂，自然也没信心下重手，何来赚钱一说？即便你没那么懂，格雷厄姆在《证券分析》也解释过：“一家好公司在价格非常便宜时，投资和投机都是一个好的选择。”可见买得便宜有多重要，缺点是机会难得。

我的应对之策是看更多的公司，关注全球范围内我喜欢、感兴趣的所有好公司。我用最笨的办法和勤奋，通过不停地读年报来博取更广的机会面和低估概率。我很清楚我智商一般、没啥天赋，我只能用笨办法来应对。在亏过之后，我非常清醒只有在保证不亏损的前提下，才有可能盈利。盈利的多少，要看你的认知水平。投资也好，投机也罢，我没那么多偏见，能挣钱的都有它存在的道理。**但前提是，你必须要有能力驾驭这些方法。**

2. DECK

2024 年净利润 10 亿美元，全年预期 10%左右的整体增长，今年也许是 11 亿美元利润。我不会考虑那么精确，直接保守按 10 亿美元继续计算。假设 DECK 以后增长非常缓慢、几乎不涨，10 亿美元的利润就变成一个永续收益。和麦当劳不同的是，DECK 因为是鞋业故而风险更大（鞋业的差异化比快餐还要小），我会按照 5%的无风险利率折现，得到 200 亿美元（10 亿美元/5%）的估值。

同麦当劳一样，5%的折现率，倒数即对应 20 倍 PE/市盈率。换句话说，DECK 一年 10 亿美元的利润，可以连续挣 20 年而不倒，加总起来也是 200 亿美元。

在这种情况下，如果你有能力买下整个 DECK 集团，你会按 200 亿美元估值买吗？显然不会，你大概率也会觉得贵。但如果能够在 100 亿美元拿下，赚钱概率就大很多。因为 100 亿美元意味着，你的投资在 10 年左右就能回本（10 亿美元×10 年），对应 PE/市盈率就是 10 倍。如果这门生意在 10 年以后能继续稳稳当当经营下去，没有增长或者只有轻微增长，对你来说也不是问题。因为 10 年内，你已经收回投资成本。短期来看，当估值因情绪突然回归至 150 亿~200 亿之间时，至少你没有亏损，因为本金你是保护住了。

在近几年没有更强大的竞争风险时，DECK 的两条主线 UGG 和 HOKA 依旧继续运营，缺点是增长小。但因价格突然间暴跌，反而预留了缓冲空间。我后来无意间才知道，这是施洛斯从格雷厄姆那里学到的“买便宜”方法。既然我能理解，就能尝试使用。

回答 2：（巴菲特）

巴菲特：“如果查理和我被人告知，我们要么购买在纽交所上市的 A、B、C、D 股票或所有上市公司的股票，要么购买 10 年期政府债券，不管我们买了什么，都要持有十年，至少在 80%的情况下，我们可能会选择政府债券。**我们这样做的主要原因是因为我们对很多股票的了解不够深入**。其他原因可能是我们了解这些企业，不过我们还是更喜欢政府债券，**但我们会采取这种方法来衡量一切投资机会**。换作是你，你会怎么做，查理？在一只股票和一只债券之间选择，且不管买了什么都要持有 10 年，在 80%的情况下，你会选择什么？”（笑声）

芒格：“人生就是由一系列机会成本构成的。就像你应该和你能找到的、也愿意嫁给你的最好的人结婚一样，投资的过程差不多也是这样。”（笑声）

巴菲特：“我就知道我们会在午饭后遇到难题的。”（笑声）

PS：

巴菲特说过，他犯过的最大错误，就是因为嫌弃价格贵了那么一点点，导致他错过了几十个亿。我没那么大的能力，他说这话的前提是选到伟大公司，并确定真懂。我还做不到那个程度，因此我选择更笨、更稳妥的简单方法。作为一个普通人，我的觉悟是：“看好荷包，先不要亏；可以不赚钱，但绝对不要丢失本金，一毛钱都不行。”

……

今天就这些了。

为什么99%的人学不了巴菲特？因为格雷厄姆的理念给不了你“一夜暴富”的希望

主题丨资本配置与股东回报

原发布日期丨2025.12.09　　作者丨年报其语

今天文章中，会给大家分享可口可乐（Coca-Cola）近20年的现金流和股东回报情况，包括**如何理解这门生意和投资**。我相信这个分享，对大家考虑自己的投资标的，是一个绝佳的参考案例。巴菲特用喜诗糖果现金使用举例，但喜诗糖果未公开上市，故我们用可口可乐解读。

本次问答揭示了为何大众难以模仿巴菲特，因为格雷厄姆式的“安全边际”给不了赚快钱的希望。巴菲特阐述了资本配置的核心原则——“一美元测试”，即只有留存收益能创造超额价值时才不分红。结合可口可乐近20年（2005-2024）的财务数据，我会和大家分享以合理价格买入优质资产，仅靠分红和回购即可在20年内收回全部成本，并将其转化为“零成本提款机”的案例解读。这种“保本+躺赚”的思维是克服市场波动的一味解药。

. . . . . .

伯克希尔哈撒韦1997年股东大会问答环节**提问：**

“对于我自己、我的家人和其他小企业主，我想感谢你们的年度报告。他们在帮助我们做商业决定和生活决定方面帮助很大。(掌声)我的问题是，**很多人来这里是为了听你的，模仿和理解你的投资理念。但在你看来，为什么没有更多的人效仿你的投资模式呢？做一家不分红的公司？**”

一个普通投资者，有多大概率能模仿巴菲特和芒格的投资理念？这个难度怕不是有一点点大。不过我们可以尝试不断接近，在保证不亏损的前提下慢慢进步。

回答1：（巴菲特）

“巴菲特：我认为伯克希尔还有其他更好的东西可以借鉴，但他们也不会被借鉴。我一直很感兴趣的是，**很少有人读本杰明·格雷厄姆的书，而且同意他的理念**。他们只是不喜欢追随他，因为从某种意义上说，**他的理念并没有带来足够的希望**。我的意思是，人们真的只想要赚快钱。”

PS：

格雷厄姆的书和理念？不管是格雷厄姆的书（《聪明投资者》、《证券分析》），还是格雷厄姆的理念（安全边际、市场先生）。在巴菲特近70年的布道下，相信大部分人已经耳熟能详。我现在逐渐能理解这句话的含义，“因为从某种意义上说，他的理念并没有带来足够的希望。”

什么是希望？赚钱。

精读格雷厄姆的《证券分析》后，整本书充满对**【本金亏损】**的巨大担忧。正是因为如此，我对投资的看法有了巨大的改变，具体的改变是：将心态调整为**【千万别亏钱】**。既然赚钱难，那就用更简单的方式，保持赚钱的欲望，但将安全放至首位。保证在不亏损的前提下尝试盈利，但盈利多少，由你的认知上限决定。

至于这种思维对不对，1 年之后自然有答案。孙子兵法曰：“上兵伐谋，不战而屈人之兵，先胜而后求战。”既然要先谋后动，那就想清楚你到底要赚什么钱，总比盲目投入交学费要好得多。

回答 2：（巴菲特）

“在不支付股息方面，**我们不支付股息，因为我们认为，我们可以把保留的每一美元转换成超过一美元的市场价值**。我的意思是，我们保存你的钱的唯一原因是——我们保留你的钱比我们给你的钱，更有价值。如果我们每持有一美元，就能创造超过一美元的市场价值，你的情况就会更好，不管你是想通过出售一小部分股票来取出这一美元，还是继续持有它。这是一种测试。**如果我们得出的结论是我们不能那样做——我们会在某个时候得出这个结论，那么我们应该把它分红给你们**。

有趣的是，我们在某些行业，例如，喜诗糖果就是其中之一，**我们没有办法聪明地在喜诗糖果内部使用其产生的所有利润。因此，如果喜诗糖果是一家独立的公司，它将支付非常高的股息**，而不是因为它有一些股息支付政策。这很简单，**因为我们没有办法，在每年赚 3000 万美元这种情况下，明智地扩展业务**。布法罗新闻也是如此。我们没有办法在特定的业务中明智地使用它产生的资金。我们希望，在伯克希尔的整体计划中，我们能够明智地使用这些公司为我们生产的现金。我们认为，到目前为止，我们做到了。我们认为前景相当好，我们可以继续这样做。

但股息政策实际上应该由这一标准决定，同时也要考虑股票回购的可能性。但它们应该由企业保留的 1 美元是否比支付的 1 美元对股东更有价值来决定。**像可口可乐这样的公司，如果可口可乐不支付股息，只是回购股票，开发装瓶系统，做他们已经做过的事情，股东们可能会过得更好**。它们这样做，可能会比他们简单的执行红利政策要更好。这对于吉列和迪士尼这样的公司来说是正确的，它们获得了在企业内部使用资本，或回购无法替代的公司股票的绝佳机会。这通常是资本的最佳使用方式，这可能比分红更好。你知道，我们也写过一些关于这方面的文字，但人们通常会继续做他们一直在做的事情，它们很难改变。查理？”

PS：

简单说，钱在巴菲特和芒格手上，比在我们手上更稳当、挣得更多。这里喜诗糖果的例子和可口可乐是一个道理。因为两家公司盈利能力都很强且稳定，加上每年所需资本支出极少，手上有大把现金流。这些现金流放到巴菲特和芒格手上用作资产配置，产生的未来价值必然是更多。但如果喜诗糖果不被伯克希尔拥有，是一家公众上市公司。那么喜诗糖果的丰富现金流，大概率也是优先分红，除非回购更有价值。

我们可以回顾一下可口可乐近 20 年的分红和回购变化，分三个时期看。

第一时期：2005-2010 年

累计净利润 405 亿美元，累计现金流 347 亿美元，累计回购 119 亿美元，累计分红 201 亿美元。整体趋势是：回购逐渐减少，分红逐渐变多。这期间，可口可乐的盈利能力持续上升。可以明显感觉到可口可乐在减少回购，多发分红。

第二时期：2011-2016 年

累计净利润 474 亿美元，累计现金流 451 亿美元，累计回购 253 亿美元，累计分红 310 亿美元。整体趋势是：回购金额相比上个 5 年翻倍，分红持续稳定、每年小幅度提升。这期间，可口可乐的净利润

相比 2010 年高点明显下滑，但可口可乐的股票回购明显加大，其股价从 2011 年开启斜 45° 右上模式持续至今。

第三时期：2017-2024 年

累计净利润 653 亿美元，累计现金流 636 亿美元，累计回购 124 亿美元，累计分红 580 亿美元。整体趋势是：大量发放现金股利，在需要时适当回购股票。从 2018 年开始，可口可乐的利润重回增长区间，2017“税改”年和 2020“疫情年”除外。

我们如何考虑对这笔生意的投资？

假设在 2005 年，你以 1,000 亿美元估值（2005 年 50 亿净利润×全年平均 20 倍 PE）买下整个可口可乐，到今天为止刚好 20 年。这笔 20 年前 1,000 亿美元的投资成本，仅通过分红就已经收回 1,091 亿美元现金，也就是全部投资成本收回。而在之后年份里，你手中便拥有一个零成本的赚钱机器。如果你想卖，市场现在就有人能出 3,000 亿美元买下；如果你不想卖，则每年得到 100 亿美元纯现金。至于可以拿多久，就看可乐这门生意能经营多少年。

这是我目前看待一门生意、投资和估值的全部。我并不直接计算年化回报率，而是考虑我能否发现并拥有一门同样的好生意，前提是不能买得太贵。如果可以，我选择一辈子拿现金分红，或全部用于回购股票，或两者兼有。

回答 3：（巴菲特）

芒格：“有趣的是，如果你用这个简单的标准，如果你能让它变得更有价值，你就应该保留现金。但这不是我们主要大学公司财务课程的标准内容。为什么我们有这个简单的想法，而他们有另一个？我一次又一次试着去理解他们为什么这样想，但有很大的困难。

我刚刚得出的结论是他们错了(笑声)，那么多聪明的人一起犯错肯定是有原因的，(笑声)这是另一个故事。但我希望伯克希尔能慢慢地帮助解决美国教育存在的一些严重问题。”

巴菲特：“想象一下，如果选你们中的任何一个人出来，假设我们俩在一起做生意，每年能赚 10 万美元。我们该如何决定是否每年留下 10 万美元吗？这就是我们在这里讨论的。如果我们认为这 10 万美元可以通过某种方式转化为超过 10 万美元的现值，我们就把它留在这里。如果没有，我们就把它拿出来。这种思维方式，似乎没有引起大众的注意。

顺便说一句，在伯克希尔，我们可能要花很长时间才能得出我们并没有真正有效地使用它的结论，因为我们将会经历一些否定。我们会说，‘好吧，去年只是暂时的。’但这就是我们的方法。我们会尽我们最大的努力。”

PS：

理解起来很简单，你拥有一门生意，每年能赚 10 万。但会有一个选择上的问题：“赚的 10 万，你是继续投入现有生意，还是拿去做别的？”这取决于现有生意和其他机会，谁能在今后挣更多钱。如果继续投入现有生意明年能赚 12 万，其他机会最多赚 8 万，很明显选择继续投入现有生意；反之亦然。

考虑生意这一点没问题，但在买股票时会有区别，因为股票的价格会忽高忽低。一门好生意的股票，如果你买得价格太贵，短期内你甚至还要承受账面上的浮亏。此时，你自然会想到，如何将今天的价格和未来的价值作比较，你是否买得便宜。

. . . . . .

今天就这些了。

巴菲特给的人生建议：“做自己喜欢的事会成功。”

主题丨能力圈、阅读与长期学习

原发布日期丨2025.12.10　　作者丨年报其语

今晚的问答，轻松但有意义。我不喜欢“拿来主义”，因此我无法理解问有些问题的目的是什么。

.....

伯克希尔哈撒韦 1997 年股东大会问答环节**提问：**

“您好，主席先生，副主席先生，下午好。我的名字叫夏青书，来自中国。现在，我住在堪萨斯州。我很荣幸能和你们两位交谈。我的问题是，如果有人想成立一家像你 30 或 40 年前那样的公司，你对他们有什么建议？你能和我们分享一些你的智慧吗？谢谢你！”

如果现在重来，巴菲特会怎么做？

又是一个默默点头“我也想问这个”的问题类型。你现在是否也拿着手机，心里悄悄念着：“巴菲特会如何从零开始？他行不行？”。

回答 1：（巴菲特和芒格）

巴菲特：“我们建议的第一件事就是他们给我们付版权税。(笑声)查理，你来接手，你比我更想重新开始。”(笑声)

芒格：“我想坦率地说，这是一个我通常回避的问题。我始终相信，要把基本的思维工具放在合适的位置。我一直相信，现实生活中，最好是通过报纸等媒介去学习别人失败或痛苦的经历，而不是个人亲自去体会。我认为这不仅能在生活中创造成功，还能让生活更有趣。所以我主张理性思考。把自己变成另一个沃伦·巴菲特的具体技巧，留给你，沃伦。”(笑声)

PS：

两位老爷子都不想回答这个问题，因为遇到这种问题会很无奈。芒格的回答，依然很芒格。他一辈子都在强调理性、多元模型、逆向思维，避开那些让你失败和痛苦的东西，你就会成功。

我以前带学生考 CPA 和 ACCA 时，遇到过无数人问我类似问题，列举一些经典的给大家参考：

- 难不难？
- 考完能挣钱吗？
- 能不能年薪过百万？
- 拿到 CPA 财务领域就能通关？

你以为只有大学生会如此？很多成年人在炒股上的问题也差不多，比如：

- 怎么才能挣钱？
- 能不能给我推荐一支票？
- 你觉得买成几块钱可以稳赚？
- 这只股票你怎么看？是不是要涨?
- 我觉得这家公司很好，能不能帮我分析下？

我通常回答：“光考下证书，以上一个都得不到。拿证书是因为审计业务的执业需要，你必须要有CPA 证书才能在审计报告上签字，还需要在事务所执业两年以上。如果只是单纯考一个 CPA 证书，几乎没有任何作用。”

你们会问：“CPA 不是很难考吗？”的确，考试内容变态，常人难以忍受，不然平均 20%不到的通过率就只是一个摆设。但就算你考下来，大概率也只是一纸证书。虽然 CPA 是集会计、财管、审计、税法、经济法、战略六位一体的全能战士，但是你问问身边考过 CPA 专业阶段 6 门科目的人。他们能否回答你如何理解和研究一家公司，并告诉你估值的思路。这些在战略和财管里全部学过，每年还必考一道计算题。

至于怎么挣钱，每个人谋生的方式不一样。是不是别人给你详细说了他的方式，你就能完美复刻？大概率不行。以会计师事务所为例，如果你想在事务所拿到百万以上，你只需在前 8 大所做到以下 3 点即可：

- 考下 CPA
- 待 10-15 年
- 想办法熬成合伙人

但能同时做到的概率≤5%。原因有三：CPA 平均通过率 20%，事务所工作在 40%左右；离职率 90%以上，能待到 10 年以上的寥寥无几；至于熬成合伙人，还要排队和些许运气。这些是一眼望到头的确切结果，选不选纯看个人。

年轻人如果想要在财务领域谋生，考不考 CPA？必须考。因为它难，所以稀缺。它至少能证明你用心在学习，想要在财会这个领域生存下去。特别是高考没有进 985、211 的小镇青年，考证是高考落后的其中一种弥补方案，另一种常用手段是考研。但对于年纪较大的成年人，我不建议考证，因为挣钱在我看来只有两种方式：**资源**和**自学**。如果连自学都还要问怎么学，那就真的无能为力了。

回答 2：（巴菲特）

“嗯，有一件事我想说的是——首先，**我认为有很多机会**。**我只会做我喜欢的事情**，我不会因为一件事以后会让我喜欢或者因为可以赚钱而去做一件事。我从来没那么做过，**我认为你会做好你喜欢做的事情**。我觉得在生活中要忍受太多的话——要知道查理和我曾在杂货店工作——会很难。我们当时并没有在杂货店上投入太多精力。

但是花大力气去做一家企业，但只是为了钱，我觉得这太疯狂了。如果我们只是为了钱，我们显然早就可以退休了。**你应该在做一件事的时候玩得开心**。它不能只是让你明天感到快乐，而今天没有快乐。这点对我来说毫无意义。我认为你也会得到更好的结果。”

PS：

做自己喜欢的事。这是我读研时的心态，一切为了成长而学习。不为什么，只为“我喜欢”。读研三年，培养阅读习惯和自学技巧耗费我所有精力，受益终生。但事务所工作后，因各种压力逐渐迷失。直到经历很多职业挫折后，又重新拾回“做喜欢的事”心态直到现在。一晃眼，奔四都快结束。经历过挫折，我才理解《基业长青》中说的“利润之上”指的是什么。往简单说，兴趣、极致和品味。很多时候你听到的“正确的废话”是真的，只是一辈子只做自己喜欢的事，本身是极困难的，因为你会遇到无数的阻碍。

……

今天就这些了。

为什么芒格说“机会成本”能筛掉 98%的烂股票？学会这 1 招“比着买”的艺术

主题 | 投资决策、机会成本与组合选择

原发布日期 | 2025.12.11　　作者 | 年报其语

1997 年股东大会问答最后几个问题，巴菲特和芒格再次回答了筛选股票的四大标准：**机会成本**、**能力圈**、**护城河**与**管理层品行**。投资知识具有极强的累积效应，虽然研究一家公司耗时漫长，但通过几十年的积累（比如巴菲特 40 年+），最终能形成一眼定乾坤的直觉。接受“慢即是快”，只赚自己懂的那几家公司的钱。

. . . . . .

伯克希尔哈撒韦 1997 年股东大会问答环节。

提问 1：“我想知道的是，早些时候，你提到你用筛选标准看了一家公司。你能详细说明一下这些筛选标准是什么吗？”

提问 2：“我想知道，对于我们这些坐在桌子另一边的人来说，我们得到了铺天盖地的信息。我想知道你们两个是怎么做到的——你们只是读年报、读 10-K、和别人聊天，然后忽略了其他一切事情？你是怎样理智地跟踪每一件事的呢？”

两个简短问题合在一起：**筛选标准**、**评估企业**。

我才看完 4 年的股东大会问答，发现类似问题已经回答过很多次了。

回答 1：（巴菲特）

芒格：“我们已经做了很多这样的尝试。**机会成本**是生活中的一个非常有用的筛选标准。如果你有两个追求者非常渴望得到你，而且其中一个比另一个好得多，你就不需要花太多时间和另一个在一起。这就是我们筛选股票购买机会的方法。我们的想法是如此的简单，**当我们所拥有的只是最基本的想法时，人们却不断地向我们寻求奥秘**。”

巴菲特：“对。我们可能要提出的第一个问题是，**这是否是我们能够理解的业务**。如果它通过了这一点，接下来的问题就是，**这家公司能否拥有可持续的优势**。然后，再剔除很多具有如下行为的人——他们总是想告诉你一些故事或任何事情。我肯定他们认为我和查理很武断。我们常在第一句话的中间说，“嗯，你知道，我们很感谢你的来电，但我们不感兴趣。”这些人认为，只要他们给我解释了，就可以说服我们——我们总是收到类似的信。但通常在第一句话的中间，我们就能看出上面两个因素是否存在。如果我们不能理解它，那很明显，我们不能判断它是否具有可持续的优势。如果我们不能理解它，我们常常会得出这样的结论，那就是它不是那种拥有可持续优势的行业。所以 98%的谈话我们都可以在对方的第一句话中间结束，当然，这句话对打电话的人来说影响很大。”(笑声)

芒格：“沃伦没提到的另一个筛选是**“高素质人才”**。当然，大多数人把“高素质的人”定义为和自己非常相似的人。(笑声)外面有很多很棒的人，也有那么多可怕的人，而且经常会有很明显的标志，

尤其是在那些可怕的人身上。一般来说，这些人是要避免的。相信一个糟糕的人会给你的生活带来多少痛苦，通过结交正确的商业伙伴会给你带来多少幸福——大家不妨环顾一下这个房间。**有一些了不起的人创造了一些了不起的企业。他们的客户可以信任他们，员工可以信任他们，面临问题时你也可以信任他们会相当合理解决，以及认真对待自己承诺的人。”**

PS：

97 年问答现场的最后几个问题，再次问道筛选的具体标准，总结一下：

- 机会成本（比着买）
- 能否理解（能力圈）
- 竞争优势（护城河）
- 品行优良（Integrity）

1. 机会成本

如何理解机会成本？就是比着买。比如，我们用同行业、跨行业和无风险利率三个点来对比。举几个例子：

A 股家电行业的三巨头：美的、海尔、格力。按照今天的估值和市盈率，分别是：美的：6,100 亿元 | 14 倍 PE；格力：2,300 亿 | 7 倍 PE；海尔：2,400 亿 | 12 倍 PE。三家公司分别对应：出海最好、空调技术最好、均衡发展最好。你觉得三家公司的估值谁最合理？如果你觉得合理，你会买谁？

家电行业存量、内卷？ 那我们换一个。

A 股白酒行业的三巨头：茅台、五粮液、泸州老窖。按照今天的估值和市盈率，分别是：茅台：17,700 亿元 | 20 倍 PE；五粮液：4,300 亿 | 15 倍 PE；泸州老窖：1,800 亿 |14 倍 PE。三家公司分别对应：高端白酒上季度唯一增长、2025Q3 净利润猛降 65%、2025Q3 净利润降 13%。你觉得三家公司的估值谁未来会继续跌？如果你觉得低估，你会买谁？

白酒老登？继续换。

A 股新能源的三家公司：宁德时代、比亚迪、阳光电源。按照今天的估值和市盈率，分别是：宁德时代：17,800 亿元 | 28 倍 PE；比亚迪：8,500 亿 | 23 倍 PE；阳光电源：

3,600 亿 | 24 倍 PE。三家公司分别对应：锂电池第一、新能源汽车第一、逆变器和储能第一。你觉得三家公司的估值高不高？如果你觉得合理，你会买吗？

这些都不行？

腾讯、阿里巴巴、农夫山泉、东鹏饮料、泡泡玛特、老铺黄金、蜜雪冰城，你可以随便选。假设你都觉得下不了手，办法多的是：黄金、银行理财、5 年期定存.....

上述就是同行业、跨行业、无风险利率的筛选举例。最没有压力的肯定是无风险利率，可以闭着眼睛买，缺点是收益率低，只有 3%不到。但如果你想提高收益率，高位站岗的风险就来了。

如何才能提高收益率？

往大了说，提高认知能力；往简单说，只买你能理解的。

2. 能否理解（能力圈）

以上那么多家企业，是不是每一家都能理解？肯定不是。比如我就无法理解阳光电源的逆变器业务，我关注储能业务是在两年前，但我确实没有理解。拓展能力圈不容易，原因有二：

第一，学习一家公司要按年计算。看一家新公司，我通常 1 个月起步。如果公司历史很长则需要 3-6 个月，因为要看的资料码起一大摞。带着初步的认识，随后每一年还要持续阅读最新年报，迭代信息和理解程度。

第二，看完不一定明白。有些公司我看了 2 年，碍于没有专业知识或者行业前沿信息，怎么都看不明白。对我来说，诺和诺德（就是马斯克带盐的减肥神药）就是一个例子。你看，礼来都上天了，诺和诺德直接入地，咋个整嘛？

3. 竞争优势（护城河）

看懂公司还不完全够，公司间对比是持续的。看懂谁的竞争优势更大、持续时间更长又是一个难题，因为涉及到你对公司未来存续期间的判断。如果没办法判断 10 年以上，现金流的理解和估值容易出错。

怎么修正？

继续学习更多公司，迭代信息和思维深度，直到理解为止。但是如何判断是否理解到位？又是一个难题。这个交给市场，等估值回归来证明。但前提是，你别卖啊。

4. 品行优良（Integrity）

Integrity，诚信正直、言行合一。品行是最难判断，也是最难培养的。我认为最重要的，是对自己诚实。

回答 2：（巴菲特）

巴菲特：“嗯，我们不需要记录所有的事情。但在某种程度上，**评估大型企业的美妙之处在于，这些都是累积的**。我的意思是，如果你在 40 多年前开始做这件事，你就已经对很多行业有了一定的了解。**开始的时候你不需要掌握很多行业的估值知识。你可以从了解一些重要的行业开始入手。总共大概也就只有 75 个重要行业。你可以逐步了解这些行业是如何运作的**。你不必每天都重新开始，不用咨询电脑，你什么都不用咨询。所以，**评估企业价值可以享受知识日积月累的优势。你掌握的企业估值知识会随着时间的进展而点一点地增加**。

为什么我们决定在 1988 年购买可口可乐的股票？这可能是知识一点点积累的结果。经过几十年的积累，这些点滴的知识汇成了大河，让我们能看到可口可乐的价值。可口可乐是一家伟大的企业。这也是我们为什么喜欢不会发生太大变化的企业的原因之一，因为对这些企业而言，过去的历史是有用的。查理？

芒格：“我没什么可补充的。”

PS：

巴菲特直接告诉了你答案：“积累。”他甚至给你说了具体的步骤和方法：

1. 从简单的开始
2. 不着急掌握太多估值知识
3. 选你认为重要的行业作为入门
4. 逐步了解不同的行业是如何运作的
5. 不用每天都重新开始，享受知识的日积月累

你看，是不是又是“正确的废话”？有些人会觉得，好慢哦。但我确实没有见过有谁可以不积累就直接会的。哪怕是天才，后天不练也要废。

积累时间是多久？40 年。

巴菲特说的 40 年前，相当于他 27 岁之前。我 30 多岁才开始重新积累，那岂不是要等我 70 多岁才能理解？不至于，而且我也没觉得晚。因为每个人的出生不一样，选择不一样，最终的人生会不一样。

我现在看了大概有 50 多家企业，能大概理解的有 2-3 家，恰好就有长期持有飘红的。还有几只第一次手抖买了变绿的，放那时刻提醒自己。提醒什么？就两点：**绝对不要亏**和**一定要买的便宜**。

有朋友问，我是不是一直写公众号？

去年写了有 30 多万字，今年是正式的第二年。明显感觉写作时更顺畅，相信各位读起来会更舒服。这就是积累的力量：从憋不出一句话，到今年累计完成 70 万字。等明年破 100 万字的时候，我能开心的告诉自己：“三年写作练习，挺有用的，反正我喜欢。”

突然想起 18 岁时对自己说的那句话：

“自己选择的路，跪着也要走完。”

……

今天就这些了。

1998

为什么 20 年多前的巴菲特问答依然有效？因为人性从未改变，贪婪与恐惧依然主宰市场

主题丨市场波动、风险与投资心理丨内在价值、估值与安全边际
原发布日期丨2025.12.12　　作者丨年报其语

巴菲特在 1998 年股东大会上，开篇就讨论了市盈率。绝对市盈率反映盈利能力，而相对市盈率反映市场情绪。那么安全边际和被热捧股票的高市盈率，又该如何考虑？

. . . . . .

伯克希尔哈撒韦 1998 年股东大会问答环节**提问：**

“我是 Mike Asale，来自纽约。我想问沃伦和查理一个问题，**是什么使一家公司的市盈率相对于同行业的其他公司有所上升**。作为投资者，**我们能否找到相对市盈率和收益都能够提高的公司或者行业呢？**再次感谢你们让我度过了一个美好的周末，感谢你们与股东们分享你们的才华。”

如何判断和利用市盈率/PE 倍数？

判断市盈率，从相对和绝对两个方向聊，我还是第一次考虑这个问题。

回答 1：（巴菲特）

“谢谢(掌声)。这很简单，**市盈率(相对市盈率)之所以上升，是因为人们预期，相对于其他证券而言，行业或公司的前景比以往任何时候都要好**。这可能是合理的，也可能是不合理的。**绝对市盈率随着盈利能力(或预期盈利能力)的上升而上升，盈利能力是投资大众对未来股本回报率(ROE)的看法，也是对利率变化的反应**。实际上，从 1982 年开始，特别是最近几年，利率下降推高了股票价格。(这几年)公司利润也增加了。最近，美国企业的股本回报率(ROE)大幅提高。而且人们也开始更相信这一点。因此这推高了绝对市盈率水平。然后，在所有股票的范围内，当人们对某一特定的业务或某一特定的行业更有热情时，他们就会推高该股票或行业的相对市盈率。查理，你想说些什么吗？。”

PS：

我没有把市盈率分得这么细。在使用 PE 倍数时，我是直接综合考虑。今晚分享我用估值方法的过程，这比单纯解释市盈率更有用。

走起。

现代估值体系分两条主线：**绝对估值法**和**相对估值法**。我给大家分享下我是怎么使用两种估值方式的。具体来说，分三个步骤：

- 学习公司全貌
- 用绝对估值法做毛估估
- 用相对估值法看是否存在低估迹象

1. 学习公司

昨天解释过研究行业和公司的完整过程，步骤如下：

- 读公司年报
- 理解业务和现金流
- 按自己的理解做一个毛估估
- 对比其他公司并在之后用新信息迭代

今天我主要分享如何应用估值方法，接着往下读。

2. 绝对估值法（现金流折现/DCF）

尝试给公司估值前，先关掉炒股软件和行情报价系统。按你自己的理解做两件事：

- 搞懂标的公司的**生意模式**
- 搞清楚公司**每年创造多少现金流**

举个例子，我正在看格力电器，因为格力的生意模式没那么难。上述两个问题如何套在格力身上？

- 空调为主，生活电器、工业制品和新能源为辅。
- 当下每年 300 亿上下的现金流

这并没有什么难的，大家都懂。但我在考虑现金流时，做了一个极保守的回调，**将现金流下调至 220~250 亿元**。

为什么？

因为格力目前的利润中，有很大一部分是因为渠道改革换来的销售费用下降，降了有 80~90 亿元。我在估值时主动下调现金流，将其从 300 亿+调至 220 亿+。目的就是剔除渠道改革的短期影响，预留更多缓冲空间。这个做法不需要谁理解，我纯粹是为了缓冲。我的原则就两点：**不亏本金**和**价格便宜**。

我对格力的考虑是，未来 10 年依旧保持前三的空调市场份额。国内目前的空调市场按 3~5%的速度在增长，增长贡献最大的是外销。2024 年的内外销比例是 52：48，估计 2025 年全年基本上持平。

我对格力的假设是，未来 10 年就这样。营收不大增，也不大降，维持住就好。利润不低于 220~300 亿，每年保持 50%以上的现金分红。我的毛估估很简单，估值 2,200 亿元（220 亿×10 年）兜底。我对格力的看法和估值中枢就这么多。

但是在相对估值法下如何考虑？

3. 绝对市盈率

巴菲特对绝对市盈率的解释是，“伴随公司盈利能力的上升而上升，盈利能力体现在 ROE 和利率的变化上。”计算公式：当前市值除以预期净利润。

格力的绝对市盈率，就是现在的 7 倍（按今天收盘价计算：市值 2,283 亿 ➗ 预期净利润 317 亿=7.2 倍）。背后支撑盈利能力的有两点：

- ROE：25%
- 预计净利润：317 亿

这两个数字在行业中其实并不差。格力真正差的是什么？是大家对它预期增长倒退、市场份额丢失的忧虑。

4. 相对市盈率

巴菲特的解释是，“在所有股票的范围内，当人们对某一特定的业务或某一特定的行业更有热情时，他们就会推高该股票或行业的相对市盈率。”

简单说，受追捧的行业或公司，市盈率会明显高于其他公司。比如，泡泡玛特、老铺黄金、蜜雪冰城，新消费题材下股票估值过高的典型代表。但三家公司的估值对应不久前的高点，全部回撤 40%以上。

为什么？

因为之前太火了，没别的原因。相对市盈率高，指的就是市场所有人都在追捧，后面的人一窝蜂的跟着一起买，不断地推高股票价格。但推高股价的人，并不会这么认为。

他们会用简单而有力的证据回答你：“公司未来的盈利能力非常强，预期高增长能坚挺下去。”于是这种高涨的情绪，会继续推着更多的人去高位接盘，直到崩溃来临。

结果，大家都看到了。

反观格力，营收一降再降，利润靠砍费用，所谓“成也空调，败也空调”。在这种悲观的情境下，谁愿意多看一眼？也难怪市场只愿意给 7 倍的市盈率。再看看隔壁美的，市盈率 14 倍；海尔，市盈率 12 倍。不论是情绪，还是同行业对比，格力都被抛弃。但是，格力真有这么糟糕？也许再过两年，就会有最终答案。

所以，你们心目中的格力，究竟是好是坏？

……

今天就这些了。

为什么芒格说“总是反着想”？这 1 个逆向思维，能帮你避开股市里 99%的大坑

主题丨市场波动、风险与投资心理丨能力圈、阅读与长期学习
原发布日期丨2025.12.14　　作者丨年报其语

1998 年股东大会问答开篇就有巴菲特对“有效市场假说”的一次批判：如果对手信奉市场无法战胜，那正是价值投资者的福音。我个人的体会是“光知晓理论无用，只有实践出真知”。据此我构建了包含“生意模式、现金流、护城河、折现值、低估”的 5 点分析框架。从芒格强调的逆向思维中，我理解了“先保本再赚钱”的简单策略。我的实际经验告诉我，勤奋阅读年报（目标 1,000 家）是我们普通人扩大能力圈、提高胜率，最有效的笨办法。

. . . . . .

伯克希尔哈撒韦 1998 年股东大会问答环节**提问：**

“我的名字叫乔·莱西。我来自德克萨斯州奥斯汀。在这个时代，高等院校的商学院把你说成是一种反常现象，他们鼓吹有效市场假说，说你不可能跑赢市场。那么人们如何能够像你找到本·格雷厄姆作为导师一样，去寻找合适的老师呢？(这样子)就可以问这些老师一些关于价值投资的问题。”

什么是价值投资？

我回答不了，因为我不懂。但我觉得我们所有人都可以找到几个该领域中真正的智者，你只需站在巨人肩膀上前行即可，其他别想太多。

回答 1：（巴菲特）

“据我所知，佛罗里达大学开设了几门课程，梅森霍金斯给了他们一大笔资金。我相信他们正在教授一些有用的东西，而不是有效市场。我知道哥伦比亚大学有一门很好的课程，吸引了很多客座教师。我偶尔去那里教书，同时也有一些价值投资实践者这么做。因此，我认为，与 15 或 20 年前的大学相比，有效市场理论现在不那么神圣了，但它仍在商学院广泛传播。但我认为，与 10 或 20 年前相比，你可以在现在商学院提供的课程中发现更多的多样性。正如我建议，你不妨看看这两所学校。

你知道，价值投资真的很有用。如果你有一个商船公司，如果你所有的竞争对手都认为世界是平的，你知道，这是一个巨大的优势，因为他们不会带任何货物去他们认为会掉下去的地方。所以我们应该鼓励大学里教授有效市场理论。(笑声)我对此感到很惊讶。

好像凯恩斯曾说，大多数经济学家在思想上一成不变，他们让他们在研究生院学到的东西伴随一生。(笑声)结果是，你花了数年时间获得金融博士学位，你学到了很多理论，其中有很多数学知识，这是一般外行人做不到的。你就成了一个大祭司。你在这些想法上投入了大量的自我意识，甚至捆绑上了职业安全感。这会让你在思维上变得很难后退。我认为这在一定程度上污染了大学里的投资学教育工作。查理？”

PS：

我以前也特别喜欢学理论，这算是 80 后小镇青年的特性，我相信大部分 80 后都会有这种感觉。不过后来我逐渐理解，光知晓理论完全没用。除非我真的做过、错过、改过，否则我不会说我懂某某理论。现在我对一切理论的认知只有 2 条：

1. 实践出真知

2. 凡事边做边迭代

有很多人问我什么是价值投资？我真不懂。我读这些东西不是用来讨论理论的，是内化后变成我能实际应用的指导指南，至于它叫什么名字我不关注。对一家公司的研究，我有一个粗略的框架，总结下来有 5 点：

- 公司做什么生意
- 每年能挣多少现金
- 为什么竞对无法抢走地盘
- 公司 20 年粗略现金流汇总是多少
- 当前的价格合理，还是出现明显低估

这是我的理解，其他人怎么认为和我无关。你问我任何一家公司，我都是这么回答。如果你问我为啥不买 xxx？因为我没看过，何来理解和买一说？我绝不会对任何一家没看过的公司做评价，只要我没看过、没认真读过年报的都不知道。也许我是错的，但我可以不断地迭代和更正，直到方向正确为止。正因为我清楚我的方向是大致正确的，所以我自然明白我追求的终点总会到的。至于多久，无关紧要，重要的是这个过程。10 年、20 年，对我来说都是 OK 的。

如果你问我考虑公司的逻辑是什么，就是这家公司一眼望去竞争优势明显更强。但我很难判断一家 10 年以后会怎样，因为我对行业和公司的理解有限。对于深度研究，我的建议也是一样，尽可能多的看不同公司，越多越好。只做比较和筛选，不轻易下手。看多少家？我对自己的要求是 1000 家，目前这个数字达到 3/10，花了近两年时间。不过我重点关注的只有 30 多家公司，你越能理解一家公司，下手的决心自然会更强。

我的理念是先保证不亏，再考虑价格是否便宜。在这个问题上，我专门思考过。用芒格的逆向思维来说，就是总是反着来想。比如说，我们通常考虑“如何赚钱”。这个问题你反过来想是什么？自然是“如何亏钱”。那么，究竟是挣钱容易，还是避免亏钱容易？答案显然是后者。我的做法就很简单，先保证不亏钱，再想办法挣钱。如何保证不亏？参考“筛选标准”和“安全边际”。

每个人的强势领域和理解能力不一样，要想跨行业和公司判断是一件很难的事。怎么解决这个问题？尽可能简化判断框架，用普世的基本法则做指导。比如，一家公司管理层诚信有明显问题，公司负债率已经很高。为啥一定要凑这个热闹？换一家不香吗？要想有更多的选择面，你积累的公司池必须越大。从概率上讲，你赢的机会就会更大。在这一点上，勤奋是 100%有用的。

.....

今天就这些了。

为什么 99 岁的芒格还在买煤炭？看懂这 5000 万美元的绝唱，读懂逆向投资的灵魂

主题丨投资决策、机会成本与组合选择

原发布日期丨2025.12.15　　作者丨年报其语

今天的股东问题很简单，但巴菲特和芒格的回答有好几个：

1. 巴菲特投资日本企业的赚钱案例
2. 区分烟蒂股和低估的概念
3. 芒格投资煤炭大赚

特别是巴菲特投资日本五大商社的完整复盘，以及芒格生前最后一次出手绝杀，均是跨越 20 年的经典案例。99 岁的芒格，用逆势抄底被市场抛弃的煤炭股，再次证明了只要现金流充沛，夕阳产业也能成为暴利来源。两位老爷子在生涯最后几次出手，展现了高度的一致性。背后的基础投资理念，简单有效，每个人都能轻松理解。

.....

伯克希尔哈撒韦 1998 年股东大会问答环节**提问：**

“我的名字叫沃伦·海斯(WarrenHayes)。我来自伊利诺斯州的芝加哥。我从《杰出投资者文摘》等出版物上了解到(OutstandingInvestorDigest，OID)，许多优秀的价值投资者正在购买高质量的跨国日本公司，而这些公司的交易价格低于净营运资本账面价值。你同意价值投资在日本存在吗？你会考虑买一些吗？”

22 年后，巴菲特买日本五大商社股票大赚。

直接看回答和解读，相信每个人都能从中体会到新的东西。

回答 1：（巴菲特）

“亨利·爱默生，OID 的出版人，就在这里，所以我要吹捧一下。我读了 OID，这是一本非常好的出版物。我读过一些关于日本证券的评论。我们研究了所有主要市场的证券，当然也研究了日本的证券，特别是最近几年日经指数的表现远远低于标准普尔指数。比起你在 OID 中读到的那些人，我们对这些股票的热情要低得多。

在日本企业的大部分领域，股本回报率（ROE）都很低。通过拥有一家股本回报率很低的公司来致富是极其困难的。你知道，我们总是根据一个企业的资本收益来衡量它做了什么，我们想做好的生意。你真正想要做的是在 10 年后成为好的企业，更好的企业。**我们想以一个合理的价格购买它们**。”

PS：

巴菲特在 1998 年的股东大会提到日本企业，认为日本大部分公司的 ROE 过低，持有这些公司的回报率极低。但是在 22 年后，巴菲特等到机会。用便宜的价格，从 2019 年开始逐步买入日本五大商社股票，并明确表示未来 50 年不会出售。五大商社有 4 大特点：

- 现金流高
- 分红稳定
- 回购合理
- ROE 较高

回到 2020 年，当全世界都觉得日本五大商社是“夕阳产业”（挖矿、卖油、做贸易）时，巴菲特看懂了它们实际上是产生巨额现金流的隐形印钞机。那巴菲特到底投的是啥？

根据日本内阁府 2025 年 2 月 17 日公布的 2024 年 GDP 初步调查结果，2024 年日本名义 GDP 为 609.29 万亿日元。日本五大商社的合计营收规模约为日本 2024 年名义 GDP 的 10.7%左右，也就是超过了 1/10。

五大商社在日本经济中有着极度夸张的渗透率，因为仅这 5 家公司的业务流水就相当于整个日本经济体量的十分之一，拥有“控制日本经济命脉”的地位。

我们一起复盘下这笔经典案例的过程：

1. 发现

2024 年巴菲特致股东信中的原话：

“伯克希尔于 2019 年 7 月首次购入这五家公司（日本五大商社）的股票。我们简单翻阅了五家公司财报，惊讶发现它们的股价如此便宜。多年过去，我们对这些公司的赞赏有增无减。格雷格·阿贝尔（Greg Abel）已多次与这些公司会面，我也持续关注它们的发展动态。我们二人十分认可它们的资本配置策略、管理团队，以及对股东的态度。五家公司都会适时提高股息，合适的时候回购自家股票；此外，其高管在薪酬方案上的激进程度，远低于美国同行。”

2. 布局

巴菲特并非动用美元现金买股票，而是从 2019 年开始连续在日本发行日元债券。由于日本长期实行负利率/低利率政策，巴菲特当时的借款成本极低，估计早期利息约 0.5%~1%。

相当于用借来的钱，买入日本五大商社（伊藤忠商事、丸红、三菱商事、三井物产、住友商事）的股票。

五大商社当时的股息率约 5%左右，且公司现金流充沛。在借钱利息＜1%、股票分红≈5%的前提下，即便股价不涨，巴菲特每年都可以净赚 4%的利息差。

3. 持仓

从 2019 年 7 月开始至今，主要分三个阶段：

1）建仓 (2019 年 - 2020 年 8 月)

2019 年 7 月开始秘密建仓，在巴菲特 90 岁生日时（2020 年 8 月 30 日）对外披露。伯克希尔宣称已在过去 12 个月内，通过二级市场买入五大商社各超 5%的股份，总投资约 60 多亿美元。巴菲特当时承诺，除非获得商社董事会批准，否则持股比例不会超过 9.9%。

2）加仓 (2022 年 - 2023 年)

2022 年 11 月监管文件显示，伯克希尔对五大商社的持股比例均已提升至 6%以上。

2023 年 4 月巴菲特访问日本，宣布持股增至 7.4%。

2023 年 6 月伯克希尔宣布，持股比例进一步增至 8.5%以上。

3）上限 (2024 年 - 2025 年)

2024 年 2 月巴菲特在股东信中透露，对五大商社的持股比例已达到 9%。

2025 年 3 至 9 月的相关报道，伯克希尔对五大商社的持股比例逼近上限。对部分商社（如三井物产、三菱商事）的持股已突破 10%，不过此前已获得董事会批准放宽 9.9%的限制。

4. 总结

该笔投资总成本约 138 亿美元，包括初始建仓和后续加仓成本。截至 2024 年底，持有市值约 235 亿美元，账面浮盈 97 亿美元，收益率约 72%，这还不算期间收到的股息。

截至 2025 年当前，伴随进一步增持以及五大商社的股价上涨，该笔投资的总市值已突破 300 亿美元，账面浮盈超过 150 亿美元，完成翻倍。

根据 2024 年巴菲特致股东信，五大商社 2025 年给伯克希尔的股息约 8.12 亿美元，但支付的日债利息约 1.35 亿美元，净赚约 7 亿美金。2020-2025 年，预计伯克希尔从五大商社获得的净收益（股息扣除利息）在 35 亿美元上下。

股价浮盈、股息扣除利息后的净收益，两者加总约 185 亿美元，合计总收益率 137%。即便不算股息，这也是一笔非常好的投资。因为如果你是在 2020 年一次性买够，持有的回报率会更高。

在这笔投资的背后，我们能看到巴菲特一些最基本的投资理念：

- **现金流多**
- **分红/回购稳定**
- **购买的价格足够便宜**

而巴菲特的这笔投资，和芒格去世前的最后一次出手，理念是完全一致的。这个答案我放在芒格最后回答的那一部分。

回答 2：（巴菲特）

“很多年前，我们放弃了所谓的“雪茄烟蒂”投资方式，也就是**你试图找到一家真正很糟糕的公司，有着极低极低的售价，以至于你认为它还剩下一口免费的好烟**。(笑声)而且你知道，我们过去常常捡起很多湿漉漉的雪茄烟蒂。有段时间，我的投资组合里全是它们。里面还有免费的泡芙，我从中赚钱了。但是，首先，这并不能投入很多钱；其次，我们并没有发现周围有很多吸引我们的雪茄烟蒂。

但这些公司的股本回报率很低。如果你的公司的股本收益率是 5%或 6%而且你持有很长一段时间，你在投资方面就不会做得很好。即使你一开始买的时候很便宜。时间是糟糕生意的敌人，是伟大生意的朋友。如果你的公司的股本回报率是 20%或 25%，而且长期如此，时间就是你的朋友。但如果你把钱投入低回报的行业，时间就是你的敌人。你可能很幸运地选择了它被别人接管的确切时刻。但是当我

们买股票的时候，我们倾向于认为我们将拥有它很长一段时间，**因此我们必须远离那些股本回报率低的公司**。查理？”

PS：

这段话解释烟蒂股的含义：企业一般、甚至快不行了，但是净资产清算后还能有赚。注意，这类企业在财务指标上的本质是 ROE 极低，低到 ROE 只有个位数。

通常，大部分公司在 IPO 时都会想办法拉高 ROE。但上市后行不行，3、5 年内大概率会现出原形。上市前的高 ROE 和上市后 ROE 的快速回落就是一个典型信号，在考虑新上市的公司时，最好预留有一个考察期。

即便当初购买的价格足够便宜，对 ROE 偏低的公司来说，你持有的时间越长、回报越差。收益率会远低于那些 ROE 很高的公司。所以巴菲特才说：“时间是糟糕生意的敌人，是伟大生意的朋友。如果你持有公司的 ROE 是 20%或 25%，而且长期如此，时间就是你的朋友；但如果你把钱投入低 ROE 的行业，时间就是你的敌人。”

有很多人问我，挖掘低估公司是不是就是捡烟蒂股？

我的答案是：不是。

挖掘低估和捡烟蒂股，完全是两个不同的概念。估值低估，不代表企业不好；但烟蒂股，很可能是公司快不行了。我现在看的所有公司，没有一家是 ROE 低的。从这个角度来讲，至少我的做法不叫捡烟蒂股。除非公司或行业出现本质性的恶化，否则高 ROE 的公司不大可能是烟蒂股。

我的原则是不亏损、买便宜。现在对比来看，我选择的公司 ROE 回报都很高，PE 倍数通常也不是特别低。挖掘低估，可以理解为相对未来现金流折现来讲要低很多。所以严格来说，这不叫买的便宜，就是买在合理的价格。不过总的原则不变，远离 ROE 低的公司。

回答 3：（巴菲特）

芒格：“是啊，买一家你真希望它在破产前就能清算的公司并不是那么有趣。”(笑声)

巴菲特：“我们也有过这样的经历。**我曾拥有一家无烟煤公司股票——可能在座的有些人不知道无烟煤是什么**。我们还有过三个铁路公司、风车制造商。查理，我们还有什么宝贝？”

芒格：“纺织品(伯克希尔)。”(笑声)

巴菲特：“对，对，纺织品。我怎么没有想到。(笑声)信不信由你，伯克希尔是个错误。我的意思是，我们投资伯克希尔，是因为从数据上看，它很便宜，就像 60 年代早期的一般投资一样。而在过去的 10 年里，这家公司赚的钱还不到零——在收购后的头十年里，它有一个巨大的净损失。它的销售远低于营运资本，所以它是一个雪茄烟蒂。我们本可以在一个中立的基础上做我们后来做的事情，而不是在一个消极的基础上——实际上在中立的基础上我们会做得更好。但是经营伯克希尔这个过程很有趣。”

PS：

查理·芒格在去世前大举买入煤炭能源企业。2023 年 5 月，芒格当时已经 99 岁，但依然保持极高的敏锐度。据报道，他当时读到一篇关于煤炭行业即将消亡的文章，直接评价该观点是胡说八道，随后便开始买入两家美国煤炭公司：Consol Energy/CEIX（美国主要动力煤生产商）和 Alpha Metallurgical Resources/AMR（主要生产炼钢的冶金煤）。

这次出手再次体现了芒格的一贯理念：逆向投资+深度价值。

因为当时市场普遍认为煤炭是“夕阳产业”，大量机构抛弃煤炭股，使得这些公司的估值极低。

是不是和巴菲特之前投资日本五大商社时很像？

不过和市场看法相反，这些公司实际上在疯狂赚钱，现金流非常充沛，通过回购和分红不断回馈股东。芒格认为，尽管长期趋势是清洁能源，但全球能源需求在增长，煤炭在很长一段时间内依旧必不可少，市场对煤炭判死刑为时尚早。这里集中体现了 3 个要点：

- **估值低估**
- **现金流充沛**
- **能源的不可替代性**

在这些基本问题上，芒格和巴菲特的考虑是一致的。

从最终投资结果看，两家公司的股价在短期内大涨。在芒格 2023 年 11 月去世时，这笔投资在几个月内带来超 5,000 万美元的账面利润。为他的传奇投资生涯投出最后一记完美的绝杀。

99 岁的芒格和 90 岁的巴菲特都还持续进化、套利、赚钱，更何况我们这些 30 多岁的年轻人。人生为时尚早，尽人事，待天命。

. . . . . .

今天就这些了。

为什么“买得便宜”能解决99%的心态问题？这1条安全边际铁律，是你账户的定海神针

主题 | 内在价值、估值与安全边际

原发布日期 | 2025.12.16　　作者 | 年报其语

今天的问答是关于“卖出标准”，巴菲特给出“买入是为了不想卖”的理念，强调长期持有的重要性。但是，普通投资者难以知行合一的根源在于，浮亏带来的心理崩溃。“买得便宜”（安全边际）是解决心态问题的一剂猛药，它能提供心理缓冲，从而赋予我们普通投资者最稀缺的“耐心”。

. . . . . .

伯克希尔哈撒韦1998年股东大会问答环节**提问：**

“早上好。我的名字是杰德·库里。我来自马里兰州盖瑟斯堡。谢谢你分享你的智慧。我的问题是，**你用什么标准来卖出股票？我知道你是怎么买的，但我不确定你是怎么卖的。**”

何时卖出股票？

这是一个好问题，而且又是大家都特别想知道的，一起往下看。

回答 1：（巴菲特和芒格）

巴菲特：**“最好的办法就是买一只你不想卖掉的股票，这就是我们要做的。当我们收购整个企业时，我们的确是这样想的**。我们买下了GEICO保险、喜诗糖果、布法罗新闻……我们买这些东西不是为了转售。**我们想要做的是买一笔生意**。如果我们余生都能拥有它，我们会很开心，我们也希望能拥有这样的一笔生意。

同样的原则也适用于有价证券。你可以获得有价证券的额外选择权。在某种情况下，你可以增加持股。这显然更简单——我们不可能拥有超过 100%的公司，但是如果我们拥有 2%的公司，并且我们喜欢它，在给定的价格下，我们可以增加并拥有4%或5%。这是一个优势。

有时候，如果我们需要资金转移到另一个行业，就像去年那样，我们会减持一些股票，但这并不意味着我们对这些业务持负面看法。我的意思是，我们认为他们是很棒的企业，否则我们就不会拥有他们。如果我们需要钱买其他东西，我们就会卖掉A。

我1951年买的GEICO保险的股票，然后1952年卖掉了。在1976年GEICO保险遇到经营困难之前，它的价值是我 1951 年所付价格的 100 倍甚至更多。但是如果我一直持有，那我就没有钱做别的事情。所以如果你需要钱买别的东西，你就卖。

如果你认为不同类型的公司之间的估值有些不一致，你也可以卖出。我们去年已经用这种方式做了一些修整。但这很可能是个错误。**我的意思是，如果遇到了一桩伟大的生意，真正要做的，就是紧紧抓住不放。**查理？”

芒格：**“没错。但是卖出最理想的方式是，当你找到你更喜欢的东西的时候。这难道不是理想的卖出原因吗？”**

PS：

卖出这个问题，我个人觉得有难度，主要难在两个字：**纠结**。

巴菲特和芒格倒是一起提出一劳永逸的办法：**买一只你不想卖掉的股票**。

这一点和巴菲特在 1994 年股东大会上的回答有了首尾呼应。那一年，巴菲特回答了一个经典问题“伯克希尔是什么”？巴菲特的原话是：“伯克希尔的本质是收集好企业（Collection of businesses），把好企业的所有权收入囊中，然后将经营权力下放给优秀的管理层。”

在 1998 年的回答中，巴菲特再次强调：“当我们收购一家企业时，我们想的就是不卖掉。因为我们买这些企业不是为了转售，我们想拥有的是一笔生意，并且余生都拥有它。”

这些原则，前后都是一致的。

有一句话大家都快听烦了，“买股票就是买公司。”这句话在格雷厄姆的《证券分析》中有专门解释过，后来的巴菲特、大道等都是这么说的。而这一点和巴菲特及芒格阐述的【Collection of businesses】是同一个意思。

问题在于，一旦具体到了我们自己身上，这句话基本就成了一句空话。我记得我以前的心态就是，“明明想长期持有一家优秀公司的股票，但就是拿不住，有波动就会出现想买卖的冲动。”即便巴菲特说，“如果你遇到了一桩伟大的生意，那就紧紧抓住不放。”

但是，在现实中实际操作起来，会有很大的出入。

我的实际体验是，“卖出股票，对普通投资者来说，有一个巨大的 bug。”原因就是，你并不一定能够真的搞懂，你买的公司到底是好是坏。所以每个人在持有某个公司的股票时，天然就不可能完全做到“买股票就是买公司”、“买股票就是持有公司的一部分”。除非你斩钉截铁地说：“这家公司，我全懂。”这个难度可不是一般的大。后来，通过几年持有盈利的股票，我才搞明白。在这个问题上，它其实和我们的买入价有极大联系。

我把这叫做，持仓感。

我们依旧反过来想，在持有股票这件事情上，你最不喜欢的是什么？每个人的答案 100%是一样的：亏钱。所以当你账户中持有的股票长期是浮亏时，你的心态时间久点就要被搞崩。

那好的持仓感是什么？自然就是不亏钱。只要不亏，我们的心态顶多就是“要不再等等”。它至少不会像亏钱时那么浮躁、甚至有了赌一把的想法。问题是要如何才能让自己有这样的体验？我是不久前才想通这一点，答案非常简单：买得便宜。这里安全边际原则，给了我两个很重要的启示：

1. 避免本金的永久损失
2. 提供长期持有的耐心

前一点大家都能明白，关键是第二点。在买得便宜的基础上，我们长期持有一家公司股票的耐心才有保障。而这一点是由“避免本金损失”带来的，因为买得便宜让我有了缓冲余地，特别是在承担损失的风险压力下，至少我会比普通投资者强一些。也许从文字上理解，大家会觉得一般。但在实际持仓过程中，它会让你的好心态升华到另外一个 level。

这里还有一个前置条件，你得确定你买的是一家好公司。这一点在昨天的问答中已经有了明确的答案。如果大家还在纠结烟蒂股和低估的区别，只需要用一个判断标准：烟蒂股是很难拥有高 ROE 的，否则

它们也不会轻易地被清算。好公司可能会因为某些黑天鹅事件，出现估值的暂时性大幅下跌，但公司本身的盈利能力还在。而高 ROE 作为一个简单有效的财务指标，可以让每个人都轻易地做出判断。

在理想状态下，我希望好公司的估值最好是慢慢涨，特别是在每年都有稳定现金股利的情况下，持仓体验会好得多。在这种情况下，我发现我自己很自然就做到了一直持有。因为公司的股价虽有波动，但它确实是在缓慢、稳定地上涨。除了每年收到现金股利外，我只需要拿着不动就行了，这就是 45 度角带给我们的稳稳幸福。

而这一点，巴菲特恰好在下一段中解释了。

回答 2：（巴菲特）

“顺便说一下，**理想的买入理由是，你很喜欢的东西正在以你愿意购买更多的价格出售**。在过去的一些情况下，我们应该多做一些这样的事情。但这就是有价证券的魅力所在。**如果你遇到了一个很棒的生意，你确实会周期性的遇到加倍投资的机会**，或者遇到类似的事情。**如果股票市场的价格卖得比现在便宜得多，我们可能会收购更多我们已经拥有的业务**。这些我们已经拥有的业务，肯定是我们首先要考虑的。因为它们是我们最喜欢的业务。查理？

芒格：我没有什么要补充的。”

PS：

巴菲特还是补充说明了，“你很喜欢的东西，正在以你愿意购买更多的价格出售。”简单说，就是你想买的生意，同你心里的现金流折现相比，出现了明显便宜的迹象。这就是你买入、甚至买更多的理由。如果未来继续遇到价格便宜的情况，那就继续多买一些。

我近一周写得最多的四个字：买得便宜。

……

今天就这些了。

为什么巴菲特和芒格选股只需 30 秒？《Value Line》的使用方法，让你搭建自己的思维框架！强烈推荐收藏

主题丨投资决策、机会成本与组合选择丨能力圈、阅读与长期学习
原发布日期丨2025.12.17　　作者丨年报其语

国内没有《Value Line》/《价值线》，但是我们可以把《价值线》图表中的主要框架搞懂。当我们快速浏览一家公司的时候，直接按照这个框架做基础筛选。详细的框架，我已经摘出来放在下面的回答中。共三个方面的具体内容，供大家参考：

1. 关键信息汇总
2. “企业快照”的使用
3. 哪些信息不需要关注

.....

伯克希尔哈撒韦 1998 年股东大会问答环节**提问：**

“早上好，我是《价值线》(ValueLine)的马克·格斯坦。巴菲特先生，考虑到你的时间安排很丰富，你和芒格先生是如何审视股票市场的所有选择的？”

《Value Line》，直译是《价值线》。

国内貌似没有类似《Value Line》一样的数据期刊。我很奇怪，为什么没有呢？还是说我没有接触到。

回答 1：（巴菲特和芒格）

巴菲特：“事实是我们甚至不知道我们购买《价值线》付了多少钱。**查理和我都在各自的办公室里都买了这份期刊，我们从中获得了难以置信的价值，因为它让我们以最快的方式看到了大量的关键因素，**这些因素告诉我们，我们是否对一家公司感兴趣。它也给了我们一种很好的定期更新的方式。**《价值线》有大约覆盖 1700 只股票，每 13 周更新一次**。这是一个很好的方法来确保你没有忽略一些东西——**如果你能快速回顾一下，它所呈现的快照是我们获取各种企业信息的一种极为有效的方式**。”

我们不关心评级，这对我们没有任何影响。我们也不寻求意见，我们在寻找事实。但我还没有找到一个更好的方法，包括在网上闲逛或其他什么，能让我快速获得信息。**从《价值线》上，你能得到关于公司的大部分关键信息，而浏览价值线的时间可能不会超过 30 秒**，目前我没有其他任何一个系统能像它一样好。查理？”

芒格：**“我认为《价值线》的图表是很棒的**。我很难想象一项工作做得比那些图表上的好。大量的信息以非常有用的形式展示出来。**如果我在经营一所商学院，我们会用《价值线》的图表进行教学**。”

巴菲特：“查理所说的图表，并不是指股价走势图。**他的意思是指，所有的有用的信息都列在股价图下面的详细的财务信息里**。你可以看一下。股价走势图对我们来说毫无意义，尽管它可能会吸引我们的眼球，但这仅限长期以来表现出色的企业而言。价格走势与我们做的任何决定无关。价格本身是非常重要的，但是无论股票是涨是跌，或者成交量是多少，或者诸如此类的事情，就我们而言，这些没

有任何用，我们并不在意。**但股价图下方 10-15 行的财务信息中，如果你对商业有一定的了解，这是一个完美的“企业快照”，它可以很快告诉你，你在看的企业有怎样的商业特征。”**

PS：

国内接触《价值线》的朋友可能不多，而且这个期刊的订阅费很贵，普通投资者用的人估计不是很多。在巴菲特和芒格的回答中，我把读《价值线》的关键点帮大家梳理出来：

- 以最快方式看到大量关键因素
- 覆盖 1,700 只股票，每 13 周更新一次
- 呈现的“快照”是获取各种企业信息的一种极为有效的方式
- 你能得到关于公司的大部分关键信息，浏览时间可能不会超过 30 秒

也难怪芒格经常说：“如果我在经营一所商学院，我们会用《价值线》的图表进行教学。”因为《价值线》的图表确实很棒，所有有用的信息，都列在股价图下面的详细财务信息里。其目的只有一个：快速找到你想看的核心数据和资料。

我知道各位想要的，是直接告诉你们看哪些具体内容。共三个方面：

- 关键信息汇总
- “企业快照”的使用
- 哪些信息不需要关注

一、关键信息汇总

以下是一份《价值线》图表中包含的全部关键信息，给大家总结了 **15 个**重点维度：

1. 近期价格、PE 倍数、股息率
2. 内部评级、打分、BETA 值
3. 未来 18 个月的预计股价范围和中位数
4. 未来 5 年的预期股价和收益率范围
5. 近一年机构方的买、卖、继续持有的数量变化
6. 过去 10 年+的每股数据，包括：营收、现金流、收益、股利、资本支出、净资产；全年平均 PE 倍数、全年平均股息率
7. 最近一年的经营数据，包括：营收、毛利率、经营利润率、净利润、净利率、营运资本、ROE
8. 资本结构，包括：总负债、长期负债、5 年内到期负债、长期利息、股本数量
9. 流动性，包括：现金、应收、存货、应付、到期债务和其他
10. 过去 5~10 年的年化增长率，包括：收入、现金流、净利润、股息、净资产
11. 过去 20 个季度的连续数据和变化，包括：营收、每股收益、支付的股利
12. 商业模式及公司简介
13. 最新的年报信息
14. 对下一财年的重点预期和解读
15. 四个特殊评级：财务健康度、股价稳定性、股价增长的持续性、收益可预测性

你们可以按照上述总结的 15 个维度，搭建自己的基础思考框架。我已经帮大家试过很多次了，完全可以执行出来。因为我之前做了好几期，关于公司价值线的分析视频。整体思路是很清晰的，所以我能体会到它的有效性。

二、“企业快照”的使用

巴菲特在回答中提到：“**股价图下方 10-15 行的财务信息**中，如果你对商业有一定的了解，这是一个完美的**“企业快照”**，它可以很快告诉你，你在看的企业有怎样的**商业特征**。”这个具体指的是上述总结的第 6 和第 7 点，也就是下面这些内容：

6. 过去 10 年+的每股数据，包括：营收、现金流、收益、股利、资本支出、净资产；全年平均 PE 倍数、全年平均股息率 7. 最近一年的经营数据，包括：营收、毛利率、经营利润率、净利润、净利率、营运资本、ROE

但光看数据是不够的，你必须要先建立对公司商业模式的基础认知。好歹你也要知晓公司是卖什么产品或服务的，这些数据背后代表的“企业快照”，才能在你脑中快速呈现“商业特性”。《价值线》中会有单独的商业模式和公司简介，搭配起来读就非常方便了。

三、哪些信息不需要关注

不过要注意的是，芒格和巴菲特都强调过，《价值线》中的有些信息他们是不看的。比如说，VL 的内部评级、评分，未来预测、股价走势。原则如下：

不寻求意见，只寻找事实。

.....

今天就这些了。

为什么巴菲特买可口可乐是从读公司年报开始？他 60 多岁每年读几百份年报，你却在刷抖音

主题丨能力圈、阅读与长期学习

原发布日期丨2025.12.18　　作者丨年报其语

巴菲特再次回答“如何阅读公司年报”，强调买入可口可乐完全基于阅读年报，而非高管私交，且只关注管理层是否坦诚。建议普通投资者从熟悉的行业入手，连续阅读目标公司 5-10 年的年报以掌握商业脉络。针对无会计基础的普通投资者，聚焦“管理层讨论与分析”（MD&A），通过销量、单价和市场份额等经营数据来反推生意模式，投资的真正门槛是“懒惰”而非“专业知识”。

. . . . . .

伯克希尔哈撒韦 1998 年股东大会问答环节**提问：**

“你好。我是史蒂夫·戴维斯，从旧金山来。我想听听你对如何理解公司年报的建议。你在年报中寻找什么、什么是重要的、什么是不重要的，这些年来你从成千上万的报告中学到了什么？谢谢你！”

如何阅读公司年报？

又是一次老生常谈，但是我相信依然有很多朋友想要多了解些内容，特别是具体怎么读公司年报。

回答 1：（巴菲特）

巴菲特：“我会告诉你，**我读了很多很多报告。我们从我们认为可以理解的公司的报告开始**。所以**我们希望阅读我们能理解的年报，我每年都读上百篇**。然后我们**从报告中看到管理层是否在告诉我们想知道的事情**。

当我们发现一个管理层确实告诉了我们这些事情，而且是用坦率的态度——就像一个子公司的经理会对我们坦诚一样，用我们能理解的语言交谈，这肯定会改善我们对投资这样一家企业的感觉。在某种程度上，反过来会让我们感到厌烦。所以，如果我们读了一些公关式的官样文章，你知道，如果我们只看到了很多图片，但没有说明事实，这对我们对企业的态度会有一些影响。

当我们读完年度报告时，我们想要比刚拿到报告时能更好地了解公司业务。这对管理层来说并不难，如果他们想这么做的话。如果他们不想这样做，我们认为这是决定我们是否想成为他们十年左右的伴侣的一个因素。**我们从阅读年报中学到了很多**。例如，可口可乐公司过去多年的年报是一份信息量极大的文件。如果我和罗伯托·戈伊祖塔，或者现在的道格·伊维斯特交谈，他们会告诉我有关公司的事情，**他们告诉我的不会比我读那份年报得到的更多**。**我们根据年报买进了那只股票**。在购买我们的股票之前，我们购买可口可乐并不是基于与可口可乐高层的任何对话。**我们只是根据年报，加上我们对业务运作的了解，才买下了它**。查理？。”

PS：

很多人始终不相信，读年报能够获得足够多的信息。一份年报的页数的确很多，但我们通常要读的又不是整份年报，而是有目的地读重点部分。巴菲特是如何建议我们读年报的：

- 从可以理解的公司年报开始
- 关注年报中是否有你想知道的事情
- 读完年报后要能更好地了解公司业务运作
- 根据年报内容和对业务运作的了解执行购买决策

1. 从可以理解的公司年报开始

巴菲特 60 多岁时依然每年阅读几百份公司年报，也就是每年了解几百家公司的情况。这一点普通人确实很难做到，但不是说不能接近。他读几百份，我们看几十份是可以的。所以我一直认为，读年报从来不是一件困难事，难的是大部分人都不会去读，或者借口太多。

不过，读年报也不是随便读。

从自己能理解的公司开始，这一点我非常认同。选你认为最简单易懂的公司，你能更快上手。读年报不见得是一个细活儿，因为你读多了后，同一家公司的年报内容，你可以轻松抓到重点。每一份年报，你会自然地有想要知道的重要事情。如果你认为的极为重要的事情，在年报或其他资料中无法得到满意的解答，也许到了你重新考虑这家公司的时候。

2. 关注年报中是否有你想知道的事情

这个问题我遇到过无数次，大部分人会直接问：

- 怎么读年报
- 从哪里开始读合适
- 具体要看哪几页或者哪几点
- 我不懂会计，看不懂财报怎么办

对于以上问题，我有 3 条建议：

1）先找一家你最熟悉的公司，把这家公司最新的年报，从头到尾完整读一遍

2）重复以上动作，把这家公司近 5-10 年的年报读完

3）自己总结你从年报中看到了什么重点

一般来说，能完成上述三件事的，大概率不会有太多的读年报问题。稍微难一点的，不外乎就是没有任何会计基础。看财报吃力，不知道从财报的什么地方下手。实际上，就算你不懂财报，你一样可以很好的了解公司。

数据一般分为两种：

- **财务数据**
- **经营数据**

财务报表和附注中的所有数据，统称为财务数据。如果你真的没有财务基础，即便你不看财报，也不影响你理解一家公司的业务和经营。因为你还可以从另外一个数据入手，就是公司最直接的经营数据。

3. 读完年报后要能更好地了解公司业务运作

为什么说读完年报后要能更好地了解公司运作？原因就在于你会在年报中，看到公司全年的业务总结和汇总经营数据，比如：

- 客户有多少
- 今年有没有涨价
- 卖了多少产品出去
- 市场份额有没有提升

我们可以从经营数据入手，去反推公司的生意模式。通过销量、 单价、市场份额等基础数据，搞清楚公司和竞对之间的差距。同类型产品和服务间的差异化比较，自然就有了结果。因为销量、单价和毛利率会告诉我们，谁的产品更受消费者喜爱，为什么竞对无法抢占更多的份额。

你说你看不懂营收、净利润、商誉、流动性、营运资本等这些财务术语和指标；但是公司今年卖了 2 亿件产品，每件卖 8 元、赚 2 元，总共赚了 4 亿现金，这总看的懂嘛。

这个部分的内容，在年报中叫做“管理层讨论与分析”、“Management Discussion &Analysis”。全球所有公司（包括上市和非上市）该部分内容的名称，都是统一的。

最后，如何鉴别你是否理解一家公司？答案就在这部分内容中。如果你没办法从“管理层讨论与分析”中得到你想要的重要信息，也许这家公司就不再值得你关注。在你浏览了上百家公司的年报后，你自然就明白我说的这句话是什么意思了。

4. 根据年报内容和对业务运作的了解执行购买决策

这里不是说你看完了公司年报，就立刻下结论说买。而是你看完这一家公司上市至今的几十份年报后，你对这家公司的生意模式和现金流的理解程度有多深。

如果这两个问题，你可以用简单、精炼的语言，几句话就说清楚，说明你对这家公司的生意已经很了解。自然你对这家公司的估值，就会有自己的考虑和底限。剩下的问题就好办了，按照你的安全边际和机会成本做选择就行了。

.....

今天就这些了。

为什么巴菲特认为“可预测性”是估值第一步？筛掉90%无法预测的公司，你就赢了

主题丨内在价值、估值与安全边际

原发布日期丨2025.12.22　　作者丨年报其语

1998年股东大会巴菲特口述“如何讲授估值课”，记录了其传承自格雷厄姆的教学智慧。巴菲特强调，估值的第一步是评估可预测性，对于不可预测的企业（如互联网）应直接放弃；其次是寻找行业的关键主导变量，而非追求小数点后5位的虚假精确。芒格则指出，不存在通用的万能估值公式。估值能力源于大量的案例练习与试错，通过不断迭代，从依赖数学模型进化为依靠对商业本质的模糊正确判断。

. . . . . .

伯克希尔哈撒韦1998年股东大会问答环节**提问：**

“你和芒格先生都曾反复说过，你不相信我们的大学正在正确地教授企业估值方法。作为哥伦比亚商学院的博士生，这让我感到困扰，因为再过几年，我将加入教授企业估值方法的行列。我的问题并不是你是否会在教授企业估值方法时，将来自格雷厄姆、费雪或芒格的讲座等资料教授给学生。**我更关心你在教授企业估值方法这门课上，有什么建议吗？**”

如何讲授估值这门课？

我的结论也是一样：找一堆公司估值，不停地跟踪、复盘、迭代，直到找到对估值影响最大的因素。

回答1：（巴菲特）

巴菲特：“我很幸运。我有一个很棒的老师，本·格雷厄姆，我们在那里上过一门课，至少有一个同学和我一起参加了。他让投资变得非常有趣，因为我们所做的就是走进那门课，我们评估公司。他和我们玩各种各样的小游戏。**比如有时他会让我们用一大堆数字来评估A公司和B公司，然后我们会发现A和B是同一家公司在不同的历史时期。然后他玩了很多小游戏让我们思考什么是关键变量以及我们是如何偏离轨道的**。

我记得有一次，本和查理、还有我，还有其他九个人，1968年左右在圣地亚哥见过面，当时他给我们所有人做了一个小测试，我们都认为自己很聪明——但实际上我们都不及格。这就是他教我们的方法，一个聪明的人可以玩好他自己的游戏，并且在愚弄人方面可以做得很好。”

PS：

这里提到格雷厄姆教会巴菲特等人的一些估值技巧：

- 同一企业在不同时期的经营状况会变化
- 思考什么是估值的关键变量
- 为什么估值不准确

计算现金流折现，本质上就两点：**未来现金流**和**折现率**。但同一家公司在历史不同时期，的确会呈现出不同的经营状况。初创时期和高速发展期不一样，高速发展期和成熟期不一样。这里面最简单的是对成熟期的公司估值，因为现金流稳定；最难的是对初创期公司估值，因为很难判断未来存活率。正因如此，每家公司的未来现金流和折现率判断会呈现完全不一样的预期，可是到底怎么选？

选确定性最高的。

要判断确定性的高低，自然要想清楚背后的关键影响因素。估值最终都是不准确的，因为太容易受到情绪和偏见（乐观或悲观）的影响。要做到绝对的理性，是极其难的一件事。达摩·达兰说过：“不管怎么计算，大部分的估值都是不准确的。”这句话出自当今 DCF 量化估值最权威的讲授之口，可见精确估值的不可行。

理解估值背后的原理和应用，比精确建模重要一万倍。

理解公司，不是一件容易事，需要长期积累。我最近开始重头看《Value Line》的所有公司，好的坏的统统作比较，逐渐理解背后的为什么了。

回答 2：（巴菲特和芒格）

巴菲特：**“如果我在教一门关于投资的课程，就会有一个接一个的价值评估的案例，试着找出那个特定行业的关键变量，并首先评估它们的可预测性，因为这是第一步。如果有些事情是不可预测的，那就忘掉它。你知道，你不必对每个公司都是对的。**在你的一生中，你必须做出一些好的决定。重要的是，找到一个你真正知道的关键变量时——哪些是最重要的变量——并且你已经真正明白了它们。

在我们做得不错的地方，查理和我做了十几个与净资产相关的重大决定，但都没有达到很大的规模。我们知道我们是对的，它们没有那么复杂。**我们关注的是正确的变量，而这些变量占主导地位**。我们知道，**即使我们不能把它移到小数点后 5 位或者其他类似的位置，但总的来说，我们的判断是对的。这就是我们要找的投资机会。这就是我要试着教学生去做的**，我不会试图教他们去相信他们能做到不可能的事。查理？”

芒格：“如果你打算教企业估值方法——如果你希望教的是像人们给房地产估价那样，比如你可以选择任何一家公司，然后让你的学生在学习了你的课程之后，给你一个关于这家公司的价格，并且将这个价格所蕴含的未来前景，和它目前的市场价格相比，然后做出选择……我认为你是在尝试不可能的事情。”

巴菲特：“可能在期末考试中，我会选择一家互联网公司，我会说期末考试的问题是，‘这个值多少钱？’任何给我答案的人，我都会给不及格。”(笑声)

PS：

“如果我在教一门关于投资的课程，就会有一个接一个的价值评估的案例，试着找出那个特定行业的关键变量，并首先评估它们的可预测性，因为这是第一步。如果有些事情是不可预测的，那就忘掉它。你知道，你不必对每个公司都是对的。”这句话要多读几遍，去体会一下自己过往的估值案例。巴菲特给出如下几步过程：

1. 做更多估值案例
2. 找到特定行业的关键变量
3. 评估这些关键变量的可预测性
4. 如果有些事情不可预测，那就忘掉它并换下一家

几年的估值经历和教训背后，我得出同样结论。最好的估值学习，就是找一堆公司不停地估值。根据你对公司的理解不断迭代和调整，直到你找出影响你估值结果的最重要因素。能否准确抓住该重要因素，就是你对这家公司认知程度的体现。这些东西都无法直接量化，但会直接体现在指标结果中。比如说，某公司品牌和产品在消费者心中的“心智份额”；某公司未来持续创造最好产品的基因和文化传承。

但是你会遇到一个难题。

是不是每家公司都要尽可能追求一个准确的大概范围？我认为，不现实。因为你不可能对各行各业都理解极其到位。在刚开始的时候，估值犯错是一件好事。因为它会直接打破你心中**“依赖模型”**的盲目自信，特别是对各种参数准确性的追求和**“微调”**。但在经历几十上百家公司的估值洗礼后，**“抓重点”**必须变成你身体中，如呼吸般存在的下意识行为。正确的方法很简单：

多估值，多犯错，多迭代。

今天就这些了。

巴菲特 1998 年再次亲述：“最好的生意是每年给你越来越多的现金，而不付出任何或者很少代价。”（附 3 个详细案例解读）

主题丨财务质量、现金流与资本回报

原发布日期丨2025.12.23　　作者丨年报其语

通过对“现金流折现”的问答，巴菲特在 1998 年再次阐述“好生意”（低资本支出/高现金流）与“坏生意”（被迫高投入/增长陷阱）的定义。我会对比 3 家广告公司的经营数据，演示如何利用“现金流 - 资本支出”公式识别真假印钞机。巴菲特和芒格批判 EBITDA 指标具有欺骗性，指出其掩盖了维持生意必须的真实成本，同时呼吁投资者关注自由现金流而非被美化的账面利润。

. . . . . .

伯克希尔哈撒韦 1998 年股东大会问答环节**提问：**

“下午好，先生们。我叫乔治·唐纳，来自印第安纳州韦恩堡。我的问题是评估一个公司的内在价值，尤其是像你提到的资本密集型公司。我想到的是像麦当劳和沃尔格林(Walgreens 药店连锁)这样的公司，但也有很多其他公司的运营现金流非常健康，而且还在不断增长，但这些现金流会被新建商店、餐厅或新工厂的巨额支出略微或完全抵消。**我的问题是，你如何估计未来的自由现金流？而长期美国国债的收益率在 6%左右，你如何贴现这些现金流呢？**”

一个关于现金流估算和折现的问题，引出了好生意和坏生意的区别。

我早已知晓问题答案，但通过给出实际案例，能帮大家再完整复习一遍。

回答 1：（巴菲特）

“我们以长期利率贴现只是为了在所有业务中有一个衡量标准。我们打算投资一家公司的时候，他们不会因为有现金流而获得我们的信任，他们只会因为每年剩下的净现金而获得我们的信任。当然，如果他们再投资明智，即使你不得不再贴现几年，未来现金流的增长应该会抵消这些投入，否则他们就不是明智的投资。**最好的生意是每年给你生产越来越多的现金，而不付出任何或者很少代价**，我们有一些这样的公司。

第二，好的企业也会返给你越来越多的现金。即使需要投入更多的资本，但是你再投资的回报率是非常令人满意的。**最糟糕的业务是增长非常快的业务，你实际上是被迫增长，被迫留在游戏中**，你以非常低的回报率重新投入资本。有时人们在这些行业里并不知情。”

PS：

一个关于内在价值折现的问题，引出了巴菲特对好生意、坏生意的描述，以下是巴菲特口述生意的三个理解：

- 最好的生意是每年给你生产越来越多的现金，而不付出任何或者很少代价
- 好的企业也会返给你越来越多的现金，即使需要投入更多的资本
- 最糟糕的业务是增长非常快的业务，但是被迫增长

1. 好生意

“好生意不在于必须增长，而在于每一年都能给你带来很多的现金流，且不需要再投入什么”。我现在看到这个解释的第一反应，是立刻思考企业每一年产生现金流的方式和多少，以及未来的资本支出计划。在满足该前提的条件下，才会继续深入了解公司，否则直接跳过看下一家公司。

这几天我开始看《Value Line》，我用看的第一个广告行业举个例子。同行业中的三家传统广告公司，却有着完全不同的现金流和资本支出情况。我将三家公司的基本财务信息给出，大家先自行做一个判断。

公司一：BOSTON OMAHA CORP.

每股营收：3.45 美元

每股现金流：0.67 美元

每股资本支出：1.03 美元

.....

公司二：MAGNITE, INC.

每股营收：4.72 美元

每股现金流：0.57 美元

每股资本支出：0.23 美元

.....

公司三：LAMAR ADVERTISING

每股营收：21.55 美元

每股现金流：8.06 美元

每股资本支出：1.22 美元

.....

看完信息并判断完后，回到我们的问题：“你更愿意选谁？”

我相信大家会考虑选第三家公司，这一点没啥特别的争议：

第一家公司，每年甚至还要想办法赔钱进去，才能维持生意，实际现金流是每股负的 0.36 美元。

第二家公司，扣除资本支出后有些盈余，但实在太少，每股仅盈余 0.34 美元。

第三家公司，现金流充沛，除去每年必要的资本支出，每股现金流盈余 6.84 美元。

假设我们现在三家公司都想买，各自对应的股价如何？

第一家公司。股价 12.26 元，但你每年获取的现金流是-0.36 美元。该公司过去几年的实际持有回报率如下：

3 个月：-5.62% | 6 个月：-13.66% | 1 年：-17.88% | 3 年：-56.68% | 5 年：-46.67%

……

第二家公司。股价 17.5 元，但你每年获取的现金流是 0.34 美元。该公司过去几年的实际持有回报率如下：

1 年：43.0% | 3 年：164.8% | 5 年：92.2%

……

第三家公司。股价 119 元，但你每年获取的现金流是 6.84 美元。该公司过去几年的实际持有回报率如下：

1 年：-6.2% | 3 年：63.1% | 5 年：123.5%

……

各位看完之后，你们觉得单从数据上说，你会倾向于选择哪一家公司的生意？这就是“好生意+现金流多+资本支出少”的粗略判断。研不研究、买不买那是后话，但至少从历史经营数据上看，值得我们进一步了解和学习。

假如你选择第三家公司。

那么你用 119 美元的成本，买了一笔每年带给你 8.06 美元现金流的生意，为了维持这笔生意，每年需要支出 1.22 美元。因此，你每一年实际获得的净现金流是 6.84 美元，其中 5.40 美元以现金股利方式回馈到你手上。

从每年收现金股利的角度来讲，相比你购买时支付的 119 美元，22 年左右你可以收回全部投资成本。假如每一年还有些许增长（比如 3%~5%），那么你回本的速度可以至少提前到 18 年。

最后，这笔生意你拥有的资产是什么？

换个方式说，当你买下这笔生意后，你拥有的产生现金流的资产是啥？答案是，45 个州及加拿大地区拥有并运营的 15.9 万块广告牌，其中包括 5,000 块数字广告牌；美国和加拿大地区的高速公路上拥有的 13.82 万块标识展示牌。

2. 好企业

当然，不是每一家企业都能做到上述好生意的标准。大部分的企业每年维持生意都需要更多的资本支出，特别是制造业。但如果公司依然将每年扣除资本支出后多余的现金分给我们，或者回购股票。那么这家企业长期来看，在为我们创造现金流的价值。

这种企业每年现金流的分配情况可能是（仅示例）：

- 资本支出占 40%~50%
- 现金股利和股票回购占剩余的全部

在此假设情况下，你每年依然能到手约一半的现金流，通常都是收到现金股利。如果企业能够维持小幅度的增长，则该企业仍然在未来为我们创造了更多的价值。

3. 坏生意

看似增长，实则无现金流。这是一种常见的“营收增长陷阱”，比如上面提到的第一家公司——BOSTON OMAHA CORP。该公司主要涉及户外广告、担保保险、宽带电信服务和资产管理，拥有 18,000 个订阅客户。目前运营 4,000 个广告牌构筑物，包括 7,600 个广告位（其中 90 个是数字显示屏）。

假若单看业务，其和上面的第三家公司——LAMAR ADVERTISING 是一样的，都是做传统广告展示位、收取费用，只是规模不一样。而且 BOSTON OMAHA CORP 的营收从 2017 年至今每年都增长，过去 5 年营收的平均增长率是 23%，到底问题出在哪？

没有现金流和利润。

公司看似连续增长的背后，其经营利润率仅 13.5%，远低于头部企业的 45.1%。至于其中的原因，这就需要我们单独阅读公司年报，做更细致的分析。

通过以上信息的快速浏览和考虑，我相信大家一眼就能看出孰优孰劣。这也是我阅读《Value Line》的初衷：

“在理解原理的过程中，用 1,500+公司填充商业经验的不足”。

回答 2：（巴菲特和芒格）

巴菲特：“**我们认为完全没有意义的一个数字就是所谓的 EBITDA(息税折旧摊销前利润)**。大多数拥有大量固定资产的企业，其产生的现金流大多数需要被重新投资，以保持其竞争力和市场地位。而忽略这些潜在必须要投入的现金流，只关注 EBITDA 这个数字，毫无疑问是特别愚蠢的。这个数字在近些年来，已经被华尔街滥用了。”

芒格：“高盛学会用 EBITDA 来衡量，并不是因为投行圈的功劳。**使用你知道的毫无意义的评测方法，然后在错误的假设上添加额外的推论，这可不是聪明的表现**。不过，一旦每个人都在胡说八道，它很可能就会成为标准。”(笑声)

PS：

巴菲特和芒格同时批判 EBITDA 的欺骗性。这个问题，碰巧在我在之前研究的一家新公司身上体现出来。名字就不说了，我直接给结论：

“该公司的 EBITDA 连续 7 年持续增长，但是背后的净利润却一直亏损；现金流在账面上有正向流入，但扣除调整项的影响后，公司的自由现金流依然是负数。”

不幸的是，公司和机构会大肆宣扬“连续 7 年 EBITDA 增长”的优异数据，对净利润和现金流却闭口不谈。

其中奥秘，你们细品。

今天就这些了。

巴菲特和芒格在 1998 年教给年轻人的投资课：“如何选择一只股票？”

主题 | 能力圈、阅读与长期学习 | 投资决策、机会成本与组合选择

原发布日期 | 2025.12.24　　作者 | 年报其语

1998 年巴菲特回答了一名高中生的提问，阐述了选股即选生意的核心逻辑。巴菲特用“投入毕生积蓄买奥马哈干洗店”为喻，强调需关注企业未来 5-10 年的竞争力和现金流。通过分析广告巨头 Omnicom，我给大家分享如何应用这一标准。芒格补充指出，最好的学习方式是收集 100 个像 NCR 那样“显而易见”的成功案例，培养识别“简单好生意”的直觉。

. . . . . .

伯克希尔哈撒韦 1998 年股东大会问答环节**提问：**

“你好。我是布伦南维奇奥，来自奥马哈市西北高中的金融学院。**你能解释一下你选择股票的标准吗？**”

如果你刚满 20 岁，想要了解投资，那么我强烈推荐你认真读一次。

回答 1：（巴菲特）

“选择股票的标准实际上就是看企业的标准。我们正在寻找一种我们能理解的业务。这意味着他们销售的产品，我们认为我们能够理解，或者**我们能够理解竞争的本质**——随着时间的推移，会出现什么问题。

然后，当我们找到企业时，我们试图找出它的未来的前景，是否未来 5 年、10 年或 15 年它的赚钱能力可能是好的或者变得更好，是差的或者变得更糟。**我们试图评估它的未来的现金流前景是变好还是变坏**。

然后，**我们试着决定是否和一些我们觉得舒服的人在一起**。然后，**我们试着为我们之前看到的东西确定一个合适的价格**。

正如我去年说的，我们所做的很简单，但不一定容易。我们脑海中的清单并不复杂。**知道自己不知道的是最重要的，但有时这并不容易**。在我们看来，**预测未来在很多情况下是不可能的**，而在有些情况下是很困难的，有些情况是相对简单的，**我们要找的是相对简单的**。然后当你处理完所有这些问题后，**你必须以你感兴趣的价格买入它**。对我们来说这是非常困难的，尽管过去曾有过一段时期很容易找到便宜货。

这就是我们的思考过程。

如果你想在奥马哈买一个服务站，或者一个干洗店，或者一个便利店，把你毕生的积蓄投资在那里，经营一家公司，你也会考虑同样的事情。你会考虑竞争地位，5 到 10 年后会是什么样子，你将如何经营，谁将为你经营，你要付多少钱。这正是我们看股票时所考虑的，因为股票只不过是公司的一部分。查理？”

PS：

读过很多关于投资的内容，但当我看到巴菲特在 1998 年股东大会上给这名高中生的投资建议后，才发觉很多东西从来没有变过。让我们一起把股票选择的完整过程，再次总结一遍。

1. 总的原则

选择股票的标准，实际上就是看企业的标准。

2. 思考过程

1）寻找你们能理解的业务，懂产品、懂服务，理解竞争的本质

2）考虑公司未来 10~20 年的现金流前景，评估是变好还是变坏

3）经营公司的人能够让你安心

4）尝试为你看到的东西确定一个合适的价格

5）知道“自己不知道什么”是最重要的，但有时这并不容易

6）预测未来在很多情况下是不可能的

7）找到对你来说相对简单的那门生意

8）必须以你感兴趣的价格买入它

3. 案例解释

如果你想在奥马哈买一个服务站，或者一个干洗店，或者一个便利店。并把你毕生的积蓄投资在那里经营一家公司，你也会考虑同样的事情。你会考虑竞争地位，5 到 10 年后会是什么样子，你将如何经营，谁将为你经营，你要付多少钱。

.....

在无数次的经历这个思考过程后，我知道这就是全部。大家都喜欢看案例，我用今天看《Value Line》中的一家传统广告巨头，和大家一起再复习一遍整个过程。

1. **总的原则**选择股票的标准，实际上就是看企业的标准。

OMNICOM GROUP INC.（宏盟集团），按全球账单收入计算是最大的广告公司之一，由 BBDO Worldwide、DDB Needham Worldwide 和 TBWA Worldwide，以及多元代理服务集团（Diversified Agency Services Group，专门从事营销和传播）组成。其中，北美以外地区的销售额占 46%。公司拥有约 74,900 名员工。

2. 思考过程

1）寻找你们能理解的业务，懂产品、懂服务，理解竞争的本质

Omnicom Group（宏盟集团）是全球最大的营销和企业传播控股公司之一，与 WPP、Publicis（阳狮）和 Interpublic（IPG）并称全球广告业四大巨头。其核心业务不是直接制作广告，而是管理和整合旗下一系列全球顶尖的广告、媒体、公关和营销代理公司，为客户提供全方位的品牌解决方案。

6 大核心业务

- **广告与创意：**Omnicom 最具标志性的业务，拥有全球最富盛名的创意代理商网络，负责为苹果、麦当劳等客户打造品牌形象和广告战役。
- **媒体服务：**由 Omnicom Media Group（OMG）管理。这部分业务负责帮助客户规划广告预算，决定在什么时间、什么平台（比如，电视、TikTok、户外大牌等）投放广告，并利用规模优势购买媒体资源。
- **精准营销与数字商务：**这是集团目前增长最快的板块，侧重于利用数据、技术和 CRM（客户关系管理）来直接推动销售。
- **公共关系：**负责企业的声誉管理、危机公关、政府关系和内部传播。
- **医疗健康：**通过 Omnicom Health Group 运作，专门为制药公司、生物技术公司和医疗保健品牌，提供极其专业的营销和传播服务。

核心竞争优势——The Omni Platform

如果说各大代理商是 Omnicom 的“手脚”，那么 Omni 平台就是它的“大脑”。Omni 是 Omnicom 打造的一个基于人员（People-based）的精准营销和洞察平台，用于打通集团内部所有代理商的数据壁垒。无论是做创意的 BBDO 还是买媒体的 OMD，都可以使用同一个系统中的消费者数据。

这意味着，同一个消费者 ID，其在电商平台（通过 Flywheel）的购买行为数据，可以直接用来指导广告创意的生成和媒体投放的精准度。目前，Omnicom 正大力将生成式 AI（与 Microsoft，Google 合作）植入 Omni 平台，以自动化生成内容并加速决策。

商业模式

Omnicom 本质上是一个人才与资源的整合者。服务于全球 5,000 多家客户，覆盖 70 多个国家。大客户（如大众汽车、AT&T、宝洁等）往往看重 Omnicom 能够提供“一站式服务”的能力，即通过一个控股公司，就能协调全球范围内的创意、媒体购买和公关需求。

生意本质

Omnicom Group 利用技术（Omni 平台）打通数据孤岛，将不可量化的“顶级创意”转化为可量化的“商业增长”，希望在 AI 时代证明其相对于咨询公司和技术巨头的不可替代性。公司正经历从“比拼谁的创意更天才”，进化成“谁能更高效地将创意转化为生意的增长”。

假若你懂传统广告行业，Omnicom 肯定是你不能错过的一家广告巨头公司。

2）考虑公司未来 10~20 年的现金流前景，评估是变好还是变坏

从 2009 年至今，Omnicom 的营收一直在持续攀升，唯一的例外是 2020 疫情年。公司历年现金流充沛并一直增长，但我并不懂这个行业，所以我完全不知道 Omnicom 未来 10~20 年的走向。不过鉴于其全球广告巨头地位，相信在 3、5 年时间里不会轻易倒下。毕竟它手中的客户也都是全球大客户，要想轻易抢走不是那么容易的。所以短期内，Omnicom 的现金流是可以保证的。

3）经营公司的人能否让你安心

John Wren（董事长兼 CEO），公司的灵魂人物。自 1997 年起担任公司 CEO，是广告界在位时间最长的掌门人之一。他的风格务实、强硬，财务出身（不同于大多数广告公司的创意出身），因此 Omnicom 以极强的财务纪律和稳健著称。这一点在公司历年的营收、现金流和股东回报上体现得淋漓尽致。

而 Omnicom Group 在铁腕 CEO John Wren 近三十年的掌舵下，从一个松散的创意代理商联盟，历经 2014 年世纪合并失败（法国巨头 Publicis/阳狮）的阵痛与咨询公司入侵（谷歌和 Facebook 拿走了广告预算，埃森哲等咨询公司开始抢生意）的危机，最终通过 2024~2025 年激进的内部重组与电商技术收购，成功转型为一个数据驱动、中央集权的高效商业增长平台。

4）尝试为你看到的东西确定一个合适的价格

定价格，就是估值。最简单的方法：Omnicom 在 2024 年的自由现金流为 16 亿美元，因为我不懂这个公司和行业，按照 10~15 年的公司存续期预估，整体估值 160~240 亿美元。Omnicom 今天的市值是 248 亿美元，每股 78.7 美元。

这里给大家分享一个小知识。

给现金流折现时，假若使用 10%的折现率，其对应的第 30 年折现系数仅有 0.0573，相当于没有。因此我们在给公司做存续期预估时，30 年已经是一个相对来说很长的极限了，超过 30 年对折现的意义并不是很大。我们在考虑公司存续期时，20~30 年在长期来看就是一个合适的选择上限。

5）知道“自己不知道什么”是最重要的，但有时这并不容易

因为我第一次看传统广告公司，所以我不知道这个行业的整体情况。不过，假如我想要研究这个行业，我肯定会干三件事：第一，把行业内全球所有公司的年报先全部看一遍；第二，把 1~2 家巨头公司的历年年报和全部公开资料全部过一遍；第三，找几本经典的传记和行业解读书籍，认真学习一番。

6）预测未来在很多情况下是不可能的

不预测未来，但需要预判公司未来的存续期，以及如何维持竞争优势。这一点，很难。

7）找到对你来说相对简单的那门生意

对我来说，传统广告业是一个新的领域，所以这门生意我只能从历史数据上去理解。至少它现金流充沛，整体回报一直不错。公司历史现金流的大致分配比为：股利 40%、回购 30%、并购 30%。但我缺少对这个行业，以及生意竞争难度的理解。

8）必须以你感兴趣的价格买入它

感兴趣的价格，就是包含一定的安全边际。按照现在 248 亿美元的市值，在不理解业务的前提下我无法做任何决策。但是，假若估值突然掉到 160 亿美元上下，即每股 50~55 美元时，则需要认真对待，因为我会判断出现低估信号。

总结

如果你把积蓄投在 Omnicom，且由你来经营它，你会如何运营这家公司？如何保持自己的竞争优势？你能看到公司 10 年后的样子吗？假若你把公司交给其他人，经营的那个人你觉得如何？公司会一如既往的向上生长吗？

回答 2：（巴菲特）

芒格：“当金融学被恰当地教授时，它应该从容易的投资决策的案例中学习。我经常引用的一个例子是国家收银机公司的早期历史，它是由一个狂热的人创建的，他购买了所有的专利，拥有最好的销售团队和生产工厂。他是一个非常聪明的人，对收银机业务充满热情。当收银机发明时，收银机业务对零售业来说是天赐之物。那可是相当于石器时代的药品。如果你读过美国国家收银机公司首席执行官帕特森(Patterson)早期撰写的一份年度报告，你就会发现，他是个天才的狂热分子。非常有利的定位，因此，投资决策变得很容易。

如果我教金融，我会收集 100 个这样的案例。这就是我的教学方式。”

巴菲特：“我们有这份年报。你说的那是什么时候发生的？1904 年还是？查理？但这确实是一个经典的报告，因为帕特森不仅告诉你，为什么他的收银机的价值是他卖给别人的 20 倍，而且他还告诉你，如果你想和他竞争，你就是个白痴。(笑)这是一个经典报告。”

芒格：“任何一个聪明的人读了这份报告后都会意识到，这个家伙不可能会输。”(笑)

PS：

后续我会找时间单独看帕特森在 1906 年的这份经典报告。1906 年 NCR 年报的链接：https://archive.org/details/ncr-ar-1906。

至于如何学习案例？就按照芒格说的做，找 100 个像 Omnicom 的案例，学起来。

今天就这些了。

为什么芒格说“少花钱”是个小问题，却成为了阻碍80%年轻人跨越阶层的最大那堵墙？

主题丨能力圈、阅读与长期学习丨财务质量、现金流与资本回报
原发布日期丨2025.12.25　　作者丨年报其语

今晚读一读30年前的巴菲特和芒格，给年轻人的成长忠告。

.....

伯克希尔哈撒韦1998年股东大会问答环节**提问：**

“我是来自金融学院的赵辛娜。你会给我们年轻人一些建议，让我们为未来做好准备，像你一样成功吗？(笑声)”

年轻，就是这么直接。

巴菲特给了年轻人什么样的建议，让他们为日后的成功做准备？

回答1：（巴菲特）

巴菲特：**“如果你对商业感兴趣，我认为你应该在20岁出头的时候学习所有的会计知识。会计是商业语言**。现在，这并不意味着它是一种完美的语言，所以**你必须知道会计语言的局限性，以及它的所有方面**，所以我建议你学会计。**如果你对投资感兴趣，首先我会选择读会计课程**。我建议你，**在兼职或其他方面，在一些企业工作**。

没有什么比观察企业如何运作更能帮助你在未来对企业做出判断。你知道，当你明白什么东西是非常有竞争力的，什么东西是不那么有竞争力的，以及为什么会这样，所有这些都增加了你的知识。所以**我会读很多书，我会大量阅读有关投资的书籍，并获得同样多的商业经验。我会与商界人士讨论业务，找出他们认为是什么让他们的业务运作正常，或者他们在哪里存在问题及其原因。**我觉得你应该尽可能从各方面去学习。如果它让你兴奋，你会做得很好。我认为，虽然某些活动吸引了不同的人，但如果你对生意感兴趣，我猜你会做得很好。如果你懂商业，你就懂投资。**投资只是资本配置方面的业务决策**。祝你一切顺利。查理？”

芒格：**“年复一年地减少你的花费**，这也是个小问题。如果你坚持下去，这真的很有用。”

PS：

两位老爷子给的建议实在是太朴实了，朴实到你现在听，会误以为这些观点完全没用：

- 早存钱
- 学习会计知识
- 在企业工作，近距离观察企业运作
- 读很多书，大量阅读有关投资的书籍并吸取商业经验
- 与商界人士讨论业务，让他们告诉你业务运作的核心，发现他们在哪里存在问题及其原因。

1. 早存钱

存钱这个建议看似轻松，但对绝大部分年轻人来说，都是一道难以逾越的墙。一来工资低，二来完全不够花。我观察过我身边很多年轻一辈（28 岁以下），很少有人能够从微薄的工资里，强行抠出一部分每月存起来。

“月光族”，不是白叫的。

出厂即进大厂的毕业生，也许会觉得压力不那么大，是因为出厂的月薪高、起点高。我以前做培训，可以负责任的说，这些都是头部学生，并不能代表剩余 80%以上的普通毕业生。这部分普通毕业生在毕业后的前几年，工资不会太高。扣除必要的社会生存成本后，每个月能剩下的是真的不多。

存钱，是一个难题。

不过，有另外一种解决办法——尽可能在毕业的头 5 年野蛮生长。比如说，你在会计师事务所这种苦寒之地挣扎，假若你能够保持野蛮成长、熬过前 5 年，基本上在职场下半场开始的时候，不至于混的太差。即便晚一点考虑个人生活、存钱和买房这类事情，也完全来得及。

在哪儿，都是一样。

年轻人保持住向前冲的那股子狠劲儿，是非常有必要的。我反感消极态度，因为挣钱没有想象中那么难。挣钱和你读不读大学，也没有必然联系。那些老觉得上班工资拿得低的，是因为你所在的地方，能给的薪酬上限也就那么多，这是由环境的天花板所决定。

舒适圈，只有你自己能捅破。

假若想更上一层楼，那就需要靠你自己想办法跳出来，重头开始学习一个新的技能——如何挣钱。很多人忽略了一件事，“挣钱”是一个技能。它需要专研学习、刻意训练和反复磨练，和运动员训练、比赛、拿名次是一个道理。这些靠想是没用的，得由你亲自动手去干。

靠谁，都不如靠你自己。

如果让我说一个比存钱更重要的习惯和技能，我只会选一个——自学。

2. 学习会计知识

疫情后的这几年，因为 AI 的突破性发展，财会这项职业被踩在地上狠狠摩擦。看看这几年 CPA 的报名人数，断层下滑、人才供给严重不足。但在投资这个领域，是不是普通投资者完全一丁点会计知识都不学？

肯定不是。

不用着急反驳，很多人喜欢引用各种大佬的话，典型就是大佬们说“我从不看财报，也从不看财报做决策”，很多人就信了。他们只是不看，并不代表他们看不懂。你觉得一个实业家、企业家，会连自家公司的财报都看不懂？反正我还没遇到过这种。我认识的企业家，个个对自家的资产、负债、产品、成本、销量、利润和现金流，是清楚地不能再清楚了。

不过，我的生活圈子也就这么大。

另外一种声音是：“现在 AI 这么方便，用 AI 分析不就可以了。”我们先不说大部分人用 AI 还停留在**“分析 xx 公司 2025 年度报告和财务报表，给我一份详细、有深度的财务分析和投资决策报告”**层

面，还有更多人没怎么深度使用过 AI。如果用这种提示词去分析一家公司的财报，我基本上瞄一眼就扔了，因为这样挖不出问题。

怎么使用 AI？

要先把“使用 AI”这个技能学会，你用 AI 得到的结果，才能开始朝着你想要的方向发展。即便如此，现在已经有人开始给 AI“投毒”，就是故意投喂错误信息。你觉得你用 AI 搜索拿到的信息和结果，就一定是正确的？在我深度使用 AI 工作的这一年中，大部分的最终信息，我都要亲自过一遍，因为有太多“AI Hallucination”（AI 幻觉）存在，特别是在“财务数据分析”领域，全是一股脑地瞎编乱造。

AI 自己信，你信不信？

假如你用 AI 来帮助你学会计知识，那还真的挺方便，三个基本途径：

- 让 AI 给你推荐 3 本全球范围内最好的入门书
- 让 AI 给你设计合理的业余学习路径和时间规划
- 让 AI 给你解释投资和会计的联系，并推荐适合你的投资书籍做进阶

然后使用前面提到的第一个技能：自学。

3. 在企业工作，近距离观察企业运作

“买股票，就是买公司。”这句话听得多吧，但是我们普通人，有几个心里面是想着如何经营一家公司的？很多职场人士感觉累，是因为职场政治累，并不是工作本身累。在你每天花大量时间去应付这些人、事、物时，又剩下多少精力去思考自己的未来发展和家庭生活？更别提每个月领着微薄的工资，脑子里想的却是一家上千亿市值的公司你会如何去经营？

这不开玩笑吗？

但残酷的现实是，你真的必须这么做。你必须想尽一切办法去摸透，你所在的这家公司到底是如何从各个细节去开展和经营的。如果你真的想挣钱，你就看老板是如何把产品和服务做好（客户需求和差异化），并把这些统统卖出去的（销售）。任何一家公司都是“麻雀虽小，五脏俱全”，升级能力和我们在游戏中打怪升级一样。人生，本就是一场大型 RPG。

怎么学习公司？自学。

4. 读很多书，大量阅读有关投资的书籍并吸取商业经验

如果可以的话，请多阅读。“阅读无用论”在我这儿不适用。至于阅读有没有用，得你自己去体会。有些人觉得没用，有些人觉得有用，就按你自己理解的来。如果让我推荐投资方面的阅读，我会推荐两种途径：

- 读全球公司的年报，越多越好
- 学习查理·芒格的“多元思维模型”

第一种，可以让你用最朴实的方法，积累自己的商业经验；第二种，可以让你训练自己的商业思维和判断能力。以上这两种途径，任何一个光靠阅读量都是怼不上去的，全部需要你自己独立思考。

5. 与商界人士讨论业务，让他们告诉你业务运作的核心，发现他们在哪里存在问题及其原因

这一条是最难的，因为大部分人是没有办法直接接触这些商业大佬的。

那怎么学？

上述 1~4 条的方式更容易些。很多人的问题，其实从来都不是问题。对他们来说，靠什么都行，就是不能靠自己。

巴菲特后面的回答更加现实，他说：“在你有了真正的家庭后，储蓄就变得困难了。”有家庭、有娃娃的朋友们是一定能理解这句话的，吞金兽的名号不是白给的。

相比学习投资，我更建议大家学习挣钱的技能。从如何创造一个简单的“睡后收入”开始，再从中拿出一部分逐渐用于资产配置，而不是动不动就梭哈。在这个过程中，你可以一边摸索投资原理，一边感受现金流入和配置带来的增值感。

……

今天就这些了。

为什么巴菲特宁买高价股也不碰便宜货？揭秘“便宜无好货”的财务真相

主题丨财务质量、现金流与资本回报

原发布日期丨2025.12.28　　作者丨年报其语

巴菲特在“日本股市低估值”的问题中，阐述核心投资逻辑：收益决定价值，而非账面价值。日本企业因 ROE 长期低迷（5-6%），其低市净率是合理的，并非低估。在“ROE →现金流 → 估值”的逻辑链条中，高 ROE 必须配合低资本支出才具有真实价值。芒格补充了企业文化视角，指出日本企业缺乏股东回报意识是低 ROE 的根源。

宁以高价买好公司，不以低价捡破烂。

. . . . . .

伯克希尔哈撒韦 1998 年股东大会问答环节**提问：**

“下午好，巴菲特先生和芒格先生。我叫杰克·萨顿，来自纽约。我有两个问题。日本股市被比作 1974 年的美国股市。与美国股市相比，日本股市的市净率非常低，投资于一篮子日本股票或一只日本股票指数基金难道没有意义吗？问题二：**伯克希尔倾向于投资利润率高、股本回报率高的公司**。伯克希尔对航空业的投资似乎与这些原则相去甚远。你能详细说明伯克希尔为什么投资航空业吗？将来会考虑在航空业进行新的投资吗？”

只买好生意。

回答 1：（巴菲特）

“我要回答第一个问题。我不知道确切的数字，日本股票的市净率低于美国股票，原因很简单，因为**日本公司的账面利润远低于美国公司**。**收益决定内在价值**，而不是账面价值。账面价值不是我们考虑的因素。**未来的收入是我们考虑的一个因素**。正如我们今天早上早些时候提到的，很多日本公司的收益都很差。

现在，**如果你认为日本企业的股本回报率将大幅上升**，那么你就会赚很多钱——我的意思是，**如果你是对的，那你会从日本股票中赚很多钱**。但日本企业的股本回报率一直相当低，这使得较低的市净率非常合适，因为盈利是用市净率来衡量的。**如果一个公司的盈利是账面价值的 5%，并且未来它的盈利水平会保持在 5%，那我不想以账面价值买它**。因此，较低的市净率对我们毫无意义。我们对此并不感兴趣。

事实上，相对于账面价值而言，**我们不太可能去看那些出售价格较低的公司，而会去看那些出售价格较高的东西**，因为很有可能前者是一家糟糕的公司，而后者是一家好公司。”

PS：

“如果一个公司的盈利是账面价值的 5%，并且未来它的盈利水平会保持在 5%，那我不想以账面价值买它。”

这个问题说的是，当一家公司的 ROE 仅为 5%时，且未来只会维持在 5%，那么该公司的实际回报要比你们想的低得多。这里面有一个很简单的财务逻辑，按从上往下的顺序分别是：

- ROE
- 净利润
- 现金流
- 估值

1. ROE

净资产收益率，是考虑一家公司综合盈利能力的最佳指标，因为它将两张财务报表的结果联系在一起。

ROE = 净利润/净资产

很多人不清楚报表该怎么看，没关系，你就记住两点。第一点，ROE 越高，公司创造利润的能力就越强。第二点，巴菲特和芒格对好生意的必须要求之一，资本支出不能太高。有利润、有现金流是好事，但如果最终这些盈利落不到股东头上，就相当于没有。吞噬盈利的罪魁祸首，便是过高的资本支出。或者说，维持和扩张生意的每年必须投入。

航空股，就是一个典型。

我对航空公司了解不多，但知道其资本支出巨大，盈利能力一般。巴菲特和芒格承认过投资航空股是一个巨大的错误，这就够了。

2. 净利润

ROE 高的公司，有两个明显的特点：

- 净利润高
- 净资产少

你可以理解为，不需要花什么钱，就可以挣很多钱。对于这种好事，你觉得它的价格会便宜吗？自然不会。俗话说，“便宜无好货”。这下你能理解为什么巴菲特会说，“相对于账面价值而言，我们不太可能去看那些出售价格较低的公司，而会去看那些出售价格较高的东西。”

但从财报看净利润，它有一个潜在风险，普通人无法区分**主营利润**和**其他利润**。也许你会说，我看扣非利润不就好了。但你真正应该明白的是：“在按照会计准则对每一项业务进行会计处理时，为什么有些放到主营业务，有些被放到其他项目。”这才是理解扣非的背后原因，而普通投资者缺乏这样的会计知识。你需要自己意识到哪些项目是需要做调整的，如果实在不想搞懂，那就跳过利润，直接看现金流。

3. 现金流

一般用自由现金流代替，等于经营活动现金流量净额，再扣除资本支出。前者是现金流量表的第一个大项目的净额，都有直接结果。但资本支出不一样，由于每个国家和地区的会计规则不同，资本支出的说法不一样，名称通常分两类：

- 购买固定资产等支出
- 或，直接用资本支出

需要注意的是，有两点在考虑现金流时需要你自己单独汇总：

- 并购支出
- 回购股票

举个例子，A 公司今年经营活动流量净额 100 亿，资本支出 30 亿，剩余现金流 70 亿。乍一看很不错，但你发现该公司的现金股利居然只发了 10 亿。这个时候你要自己去找原因，一般来说先看是不是有大额股票回购。比如说，现金股利发了 10 亿，但公司当年回购股票花了 60 亿。这反而是好事，因为它意味着股票内在价值的提升。

但假如不是股票回购，是花了 70 亿并购另外的公司，你就要小心了。当年因并购产生的商誉会突然上升，未来被并购公司产生的现金流一旦不足，这些商誉的减值会在某一年集中爆发，吞噬当年、甚至未来几年的全部利润，这是一个潜在的巨坑。

4. 估值

搞懂现金流，再选你自己觉得合适的折现率，估值结果就有了。估值本身一直是最简单的，最难搞懂的是现金流未来如何持续下去。

公司的 ROE 假若很低，比如只有个位数，那你最好不要期待未来会有多大的收益。

日本股票的市净率为什么比美国股票低？因为日本公司的利润远低于美国公司。利润的背后是什么？是现金流。而现金流的多少又决定公司估值。假若一家公司的 ROE 很低，意味着其净利润和净资产相比差距太大。资产多但挣不了太多钱的公司，你会认为它的现金流充沛，然后给予更高的估值？肯定不会的。

反过来想，什么会驱动一家公司的估值上涨？

是多到数不清的未来现金流。未来现金流多的公司，未来盈利能力肯定是强大的。这种公司的 ROE 会低吗？不会。所以巴菲特说，“账面价值不是我们考虑的因素，我们考虑的是未来的收益。”

回答 2：（巴菲特）

巴菲特：“如果要我们投资日本股市，我们必须得出这样的结论：**日本企业的股本回报率将明显提高，而不是保持现在的股本回报率，但目前我还没有任何证据**。如果别人有这种感觉，我不会反驳他们。除非发生这种情况，否则你无法从日本股市获得良好的回报。**你不能从 5-6%的 ROE 上赚很多钱**。我看了很多报告，**但我现在看不到盈利能力的改善**。

现在，也许一切都会改变。有传言说，日本已经实施了一项小规模的临时减税措施，而目前日本的企业税率非常高。在美国，税率曾经是 52%，现在是 35%。所以，可能会发生一些事情来增加公司利润，但我对此没有任何特别的见解，我想任何看过相关报告的人也不会有。”

芒格：“**还有一些关于企业文化的读物需要阅读**。在美国，当股东和公司其他人必须选一方承受损失时，一般会选择公司的其他人。而在日本，这是一个不同点。他们认为生活的主要目的是保持一些蒸汽锅炉公司在一个特定的社区，不管股东遭受多少损失。**我认为，在国外很难像在我们自己国家一样去评判企业文化**。”

PS：

有了前述的基本逻辑，你再来思考第 2 个问题就简单了。这个问题的答案，巴菲特通过购买日本五大商社，用实际行动证明了其正确性。

芒格最后的补充不太常见，他提到了阅读企业文化方面的资料。他认为，判断国外公司的企业文化，比评判自己熟悉地方的企业文化难得多。关注企业文化这一点，芒格是一直装在心里的。

. . . . . .

今天就这些了。

为什么巴菲特年轻时放弃了画图表？看懂这 1 点，治好你的焦虑

主题 | 市场波动、风险与投资心理
原发布日期 | 2025.12.29　　作者 | 年报其语

巴菲特和芒格明确表示，技术分析、Beta 值、图表对投资毫无意义，他们只关注“价格 vs 价值”，即企业未来 10 年的现金流。我将“现金流”拆解为销量、单价和资本支出三个核心要素，并以星巴克为例解释“心智份额”的流失是销量和定价权下降的根源。同时，你还需要警惕高资本支出的“假赚钱”公司，尽量用简单的常识做筛选。

. . . . . .

伯克希尔哈撒韦 1998 年股东大会问答环节**提问：**

“我是来自北卡罗莱纳州雪松山市的伊冯娜·埃德蒙兹。你经常将伯克希尔的表现与标准普尔 500 指数进行比较，这非常有用，也非常有趣。**但我还没有看到标普 500 指数与伯克希尔收盘价之间的相关性系数**。了解这两个变量之间的相关性系数的程度将非常有帮助。如果你有的话，能告诉我们是什么吗？**如果你没有，请你考虑一下以后计算一下相关系数好**吗？”

价格，还是价值？

回答 1：（巴菲特）

巴菲特：“这是可以计算的，但我不认为它会有什么意义。它是一个历史相关性系数，你知道，我不愿意让人们参与其中。我先试着指出，年度相对绩效比较的局限性，因为我们过去能够做的事情在今天是不可能做到的。我在我的年度报告中提到，到目前为止，**伯克希尔相对表现最好的 10 年是 50 年代**。现在，我不认为这是因为我当时聪明得多(笑)，我很不愿意接受这一点。

嗯，相关性系数大概是每年 40%多点。但这与今天无关。发表相关系数或基于它进行计算将会产生误导。**我不知道你会在伯克希尔和标普指数之间的具体关联上发现什么**。你可能会发现很多相关性，也可能不会发现太多。你会发现它与可口可乐之间的内在价值，以及与一些类似的股票的相关性。但我不认为这是未来特别有用的信息。我们不反对你们去计算，任何人都可以做一下计算。**但它对我们没有任何用途，如果我们不认为它对我们有用，我们就不会把它作为可能的有用信息提供给股东**。

而我们确实认为，计算标准普尔的年度回报率有一定的意义，因为它是人们投资的另一种选择。这不是要我们去买标普指数。随着时间的推移，你会看到我们有一些优势，你会知道，我们贡献了什么？我们的管理增加了什么价值？我们认为，我们有责任去和标准普尔对比，即使我们不愿意。但对我们这样一个纳税实体来说，与标普 500 指数的非税后计算结果相比，这是一个艰难的挑战。”

PS：

我对指数没啥特别看法，最重要的机会成本之一。定投指数是一个好的选择，但要分市场。就我过去三年的实际结果看，村里面还是要注意下择时。虽然长期向上，但情绪躁动，逢低定投可能要好一些。总的来说，还是要买得便宜。

回答 2：（巴菲特和芒格）

巴菲特：“**我们不关心 beta 之类的东西**，这对我们没有任何意义。**我们只对价格和价值感兴趣**。这就是我们一直关注的，任何一种市场行为或类似任何事情都没有任何意义。我不知道伯克希尔今天是什么价格，我也不能告诉你它在 1983 年或 1986 年的今天卖多少钱，我不在乎它卖多少钱。**真正重要的是 10 年后的情况。我确实关心，从现在开始的 10 年里，伯克希尔会在哪里**，这是所有关注的焦点。查理？”

芒格：“是的，如果我们是被动的股东，我们会以我们希望的形式发布数据。我们不认为相关性系数会对我们有帮助。”

巴菲特：“**我们不认为任何与成交量、价格走势、相对强弱等相关的事情有什么作用。当我十几岁的时候，我经常研究这些东西。我一直根据它进行计算，并记录图表，甚至写了一两篇文章。但它没有给我带来任何作用**。”

芒格：“这么多年来和沃伦打交道的一个令人愉快的事情是，他从来没有谈论过相关性系数。（笑声）如果相关性不是那么极端，你用肉眼就能看出来。沃伦没有计算出来。”（笑声）

PS：

大师亲传“不看 K 线，不看 Beta”。虽然巴菲特年轻时也研究过技术分析，不过后来再也不用，因为没有任何作用。而后来，他和芒格唯一关注的只有两样：**价格和价值。**

在我看完 1998 年的股东大会问答后，我已经明白在接下来的 27 年里，巴菲特和芒格只是在不断重复回答同样的东西——**判断价值，也就是现金流**。

价格是你付出的，价值是你得到的。

不管是看的公司年报，还是股东会问答，我看的内容数量在快速膨胀。而我对价值这个问题的理解也愈发清晰和简单。如何理解价格和价值？我相信任何一个懂的人都会脱口而出：“一家公司未来 10 年可以每年创造至少 100 亿的现金流（价值），而你现在只需要付 500 亿（价格）就能买下它。”

这就是全部。

巴菲特和芒格强调的，一直是**“未来 10 年的现金流”**会如何？假如未来现金流能维持并增长下去，价值提升就是一个定数。为了考虑清楚未来持续增长的原因，我将起点定为“公司每一年如何创造 100 亿现金流”。要想进一步考虑清楚这个起点，你只需要做一个简单的拆分，这个问题的答案和思考就有了方向。这个问题是：“为了赚 100 亿现金，公司一年需要卖多少产品，单位售价是多少？”

销量和单价。

销量方面。我们在数据上考虑的是**“市场份额”**，但巴菲特和芒格给了另一种更深层次的说法**“心智份额”**。市场份额是结果，心智份额是原因。最简单的例子是，在你考虑买一样东西或服务的时候，你第一时间想到的产品或品牌是哪一个？

就像国内以前的咖啡市场。在 2015 年前后，你买咖啡的选择，最大可能性就是星巴克。那时候我们想得最多的是星巴克这个品牌，因而星巴克在当时的市场份额的确是非常大，赚钱自然轻而易举。但随后两年，瑞幸咖啡诞生，在短短几年里野蛮生长。再之后，其他咖啡品牌迅速崛起，Manner、M Stand 等等。10 年不到的时间，现在的星巴克还能轻松的站出来喊“我是第一”吗？当顾客心中已经不再仅仅只有你的时候，你的市场份额自然会被抢走。

再来说单价。

单价方面。以前的星巴克可是绝对不参与价格战的，现在呢？我相信但凡是每天都要喝咖啡的人，除非你非星巴克不可，否则一杯 40 块钱左右的咖啡，你的选择面实在是太多了。在以前，当星巴克的心智份额和市场份额都是第一的时候，它可以选择“利润不够，涨价来凑”。因为客户没得其他选择，涨价权掌握在他手上。现在呢？星巴克的价格区间已经从 30+跳跃至 40+。假如再过两年买一杯星巴克的咖啡要 50 元，情况又会如何？买的人会越来越多吗？

公司未来现金流的增长，要么越卖越多，要么越卖越贵。能考虑清楚这个问题，看年报的目的就有了。在公司年报中，找到你想要的销量（市场份额）和单价（是否涨价）答案。假若要进一步挖掘增长的原因，那就问自己一个问题：“为什么这个产品或服务，只有这家公司做得最好？”这是差异化的根源，当竞争对手做不出比你更好的东西时，客户的首选就是你。

最后看看资本支出。

有了现金流，不代表现金流就能到你手里。一门生意的维持，需要每年继续投入资本，资本支出的多少决定了你最终的回报。昨天我们讨论过这个事，假如公司一年挣 100 亿现金流，给你两种选择：

A：生意再投入 90 亿，现金股利 10 亿

B：生意再投入 30 亿，现金股利和股票回购 70 亿

A 和 B，你选谁？答案很明显。

假如上述的这些简单事项，你能在某个行业中，得出确切的答案。我相信你不需要再学啥，直接下注就行。巴菲特说过，你需要研究的重要行业大概有 75 个。我们在研究时的最简单渠道，就是拿着该行业中所有公司的年报，找出最简单的销量、单价、现金流回报等数字，然后作比较。

下次读年报时，你也可以试试从找这些简单的数字开始。

.....

今天就这些了。

为什么巴菲特说航空公司是个烂生意？看懂这 1 条疯狂花钱的逻辑，避开本金归零的陷阱

主题 | 企业生意模式与竞争优势

原发布日期 | 2026.01.04　　作者 | 年报其语

巴菲特针对“资本支出”的问题，解释了好生意（喜诗糖果）与坏生意（航空公司）在现金流上的本质区别：前者无需巨额投入即可维持高回报，后者必须“疯狂花钱”才能生存。你不要搞懂现金流量表的编制方法，但必须清楚调整的项目及背后的原因，我会分享如何通过折旧（长期投入）和营运资本（短期占用）两个核心指标来透视企业。以美的集团为例，搞懂其通过增加 503 亿应付账款，占用供应商资金的强势地位。芒格指出，好生意的特征是管理层只需做简单决策，而非在两难中挣扎。

. . . . . .

伯克希尔哈撒韦 1998 年股东大会问答环节，**股东提问：**

“我的问题是你之前提到的，公司该如何每年在他们的业务中再投资一定数量的现金来保持竞争优势？如果有人说，最好的企业不仅能产出大量现金，还能将其再投资于更大的产能。但我认为，矛盾之处在于，一家公司进行扩张性资本支出的机会越好，它们作为现金消耗者而非现金创造者的形象就越糟糕。**你用了什么具体的方法来计算维持资本支出是多少？你是怎么计算一个公司该花多少现金？你在吉列或其他你研究过的公司中使用过什么方法？**”

这是一个考虑资本支出的经典问题。

回答 1：（巴菲特）

“如果你看看吉列或可口可乐这样的公司，你不会发现它们的折旧有多大的不同。暂时先不考虑摊销，只考虑折旧和必需的资本支出。如果我们进入恶性通货膨胀时期，或者你也可以假设一些不存在的例子。总的来说，折旧费用对于大多数公司来说是合理的，可以用来代替必需的资本支出。这就是为什么我们认为，用财务报表上的收益加上无形资产的摊销通常能很好地说明盈利能力，而且我从未想过，为了保持竞争地位，吉列是否需要多花 1 亿美元，或少花 1 亿美元。我想这个幅度甚至比它报表所记录的折旧还要小得多。

航空公司就是一个很好的反例。在航空公司，你必须不停地花钱。如果投资有回报，你得疯狂地花钱；如果投资没有回报，你也得疯狂地花钱。这只是游戏的一部分。即使在我们的纺织行业，为了保持竞争力，我们也需要花费大量的钱，而当我们把钱花完的时候，没有任何明显的赚钱前景。这些都是真正的陷阱。它们以这样或那样的方式维持生存，但它们仍很危险。

而在喜诗糖果，我们希望能够花费 1000 万、1 亿、5 亿美元，并获得与过去类似的回报。但不幸的是，这里没有好的方法能做到这一点，**这不是一个能通过投入资本就产生利润的行业**，我们会继续寻找。在飞安公司，需要通过投入资本来创造利润。你需要投资更多的模拟器，需要训练更多的飞行员，因此需要资本来创造利润。**但在喜诗糖果并非如此**。

在可口可乐，**特别是当新的市场出现的时候**，在中国或者东德或者类似的地方，**可口可乐公司自己会经常进行必要的投资来建立装瓶基础设施以迅速占领这些市场。你甚至不需要计算它们，你只知道你必须这么做**。你有一个很棒的生意，你想把它传播到世界各地，你想充分利用它。你可以计算投资回报，但就我而言，这是浪费时间，因为你无论如何都要这么做，而且你知道随着时间的推移，你想去主导这些市场。最终，你可能会随着市场的发展，把这些投资投入到其他灌装系统中，因为你不想等着传统的灌装商来做这件事，你想在那里自己干。”

PS：

如何考虑资本支出？巴菲特用三个例子做了阐述：

- 航空公司
- 喜诗糖果
- 可口可乐

航空公司是一类代表，这一类公司均**属于重型资本支出**。简单说，这类公司每年上千亿的营收规模，利润只有几十、一百亿，近几年更是亏损。从长期来看，经营现金流净额扣除资本支出后，没什么剩余，甚至还要继续贴钱。对航空公司来说，要么买飞机、要么修飞机、要么更新换代新飞机，总之就是得一直花钱。从这个角度看，挣钱的都是制造飞机的公司，可见祖国自己造飞机这个事有多么重要。

优秀的公司，净利润和自由现金流的差距，长期累积看不会太大。

我们现在看到的现金流量表，都是根据资产负债表和利润表调整过来的，调整的过程就是从**【净利润】**到**【经营活动产生现金流量净额】**。如果没有会计基础，或者真就只懂点基础知识，我建议就不要折腾去搞太清楚。我给大家简单解释下这个过程，你们理解即可。

现金流量表的编制分为**直接法**和**间接法**。

你们平常看到的 A 股财报，披露的是直接法下编制的现金流量表，间接法的调整过程被放在财报的附注中。所以绝大部分没有会计基础的人，压根儿就不清楚间接法是用来干什么的，或者就是拿着一张合并现金流量表，对着经营活动现金流出和流入项目，咔咔讲：“这是经营活动流出项目，主要是支付的货款和工资，balabala.....”

美的集团股份有限公司

2024 年度合并及公司现金流量表

(除特别注明外，金额单位为人民币千元)

项目	附注	2024 年度 合并	2023 年度 合并	2024 年度 公司	2023 年度 公司
一、经营活动产生的现金流量					
销售商品、提供劳务收到的现金		388,661,338	356,076,005	-	-
发放贷款及垫款净减少额		3,979,158	-	-	-
吸收存款和同业存放款项净增加额		48,384	11,491	-	-
收取利息、手续费及佣金的现金		1,936,687	1,691,771	-	-
收到的税费返还		9,278,400	7,332,726	-	-
收到其他与经营活动有关的现金	四(65)(a)	8,871,166	7,721,752	6,563,018	19,249,193
经营活动现金流入小计		412,775,133	372,833,745	6,563,018	19,249,193
购买商品、接受劳务支付的现金		(245,627,386)	(216,446,770)	-	-
发放贷款和垫款净增加额		-	(333,557)	-	-
存放中央银行款项净增加额		(2,045,260)	(86,661)	-	-
支付利息、手续费及佣金的现金		(5,040)	(35,232)	-	-
支付给职工以及为职工支付的现金		(43,788,585)	(38,605,604)	(487,203)	(436,207)
支付的各项税费		(19,521,276)	(18,488,931)	(33,738)	(545,928)
支付其他与经营活动有关的现金	四(65)(b)	(41,276,014)	(40,934,379)	(1,396,202)	(750,616)
经营活动现金流出小计		(352,263,561)	(314,931,134)	(1,917,143)	(1,732,751)
经营活动产生的现金流量净额	四(65)(h)	60,511,572	57,902,611	4,645,875	17,516,442

实际上，根本没有这么麻烦，你直接看间接法下的调整过程就可以了。注意看下图中标注的项目。



2024 年度财务报表附注
(除特别注明外，金额单位为人民币千元)

四　合并财务报表项目附注(续)

(65)　现金流量表项目附注(续)

(h)　现金流量表补充资料

将净利润调节为经营活动现金流量如下：

	2024 年度	2023 年度
净利润	38,757,214	33,745,352
加：资产减值损失	1,008,107	439,777
信用减值损失	4,595	198,624
折旧和摊销	7,823,840	7,348,921
资产处置(收益)/损失	(214,895)	60,868
公允价值变动(收益)/损失	(1,302,145)	226,492
财务收入	(4,025,866)	(3,134,637)
投资收益	(1,442,940)	(463,561)
递延所得税资产的增加	(1,556,421)	(1,865,724)
递延所得税负债的增加/(减少)	64,839	(65,601)
存货的(增加)/减少	(15,794,154)	206,064
经营性应收项目的增加	(14,349,722)	(9,747,941)
经营性应付项目的增加	50,345,636	29,692,141
股份支付及其他	1,193,484	1,261,836
经营活动产生的现金流量净额	60,511,572	57,902,611

从【净利润】到【经营活动产生现金流量净额】，中间的调整项目总共有三大类：

1. 折旧和摊销

2. 营运资本（短期经营资金需求）

3. 其他非付现项目我们最主要关注的就是前两项：**折旧**和**营运资本**。折旧，主要来自于固定资产，也就是厂房、土地、设备等每年的折旧额，假如一家公司的资本支出不大，折旧金额自然也就不会太大。营运资本，是 1 年以内需要的短期经营资金，主要来自于存货、应收和应付项目。

我们以上面的美的集团为例。

2023 年，净利润 337 亿，经营活动现金流量净额 579 亿。中间调整项差了 242 亿，原因是啥？先看折旧，总共调整 73 亿，比例并不是很大，说明影响不在资本支出上。再看营运资本，三项合计调整 202 亿，原因找到了，主要就是短期营运资金的影响，特别是应付类项目，经营性应付项目增加 297 亿。这笔钱是什么？是对供应商的欠款。换句话说，占用供应商的资金来帮我运营，这是典型的供应商议价能力强的体现，在制造业的产业链上是一种常见的营运资金补充方式。

2024 年，净利润 387 亿，经营活动现金流量净额 605 亿。中间调整项差了 218 亿，原因是啥？同样先看折旧，总共调整 78 亿，比例依旧不大，说明美的集团目前的资本支出确实控制地很好。再看营运资本，三项合计调整也是 202 亿，但项目上有所变化。经营性应付项目进一步增加至 503 亿，说明占用供应商资金进一步加大，但这些钱变成了什么？变成了 158 亿的存货。

至此，营运资本的变化原因已经找到，简单说就是美的集团在 2024 年底多囤了近 160 亿的存货。其中，成品多囤了 136 亿，原材料多囤了 24 亿。线索有了，之后就是根据线索挖掘证据。比如，是美

的在为 2025 年的扩销做准备？铜、铝等材料涨价提前备货？还是滞销导致存货积压？以上是公司短期资金缺口分析。

那长期资本投入呢？自然是每年的资本支出，所以我们下一个问题就是直接找到“购买固定资产等项目的现金流出”。在港股和美股，除了用“购买固定资产等项目的现金流出”项目外，很多公司也会直接披露为【资本支出】，方便我们看现金流。这两个披露项目都代表资本支出，只是名字称呼不一样。

综上，现金流的调整过程，本质上反映出公司在三个方面的资金需求：

- 折旧
- 短期资金缺口（营运资本）
- 长期资金缺口（资本支出）

上述内容可以帮助我们，判断公司在资本需求上的大小。是吞金兽，还是印钞机，基本上一眼可定。高折旧、短期缺钱、长期高投入，这类公司很难成为我们心目中的投资标的。而低折旧、不缺钱、不需要太多资本金投入，这一类的公司，就有可能是一台未来印钞机。唯一的问题，是未来持续性的判断和价格贵贱的考虑，也就是估值。

巴菲特在回答中，提到了一个非常有意思的点。比如说，喜诗糖果。是不是给你足够的钱，你就能打败喜诗糖果？很难。原因巴菲特以前解释过，产品和品牌在消费者心中的“心智份额”。

这一点，不是光有钱就能解决的。

回答 2：（芒格）

“沃伦在很久以前就说过，**好的企业和坏的企业之间的区别通常是，好的企业会做出一个又一个简单的决定，而坏的企业会给你一个可怕的选择，并且让你很难做出决定**，这真的会奏效吗？它值这么多钱吗？

如果你想要一个系统来确定哪个业务是好业务，哪个业务是坏业务，那么只需看看哪个业务一次又一次地让管理层烦恼就行。比如对于我们来说，决定在加州的一个新的购物中心开一家新的喜诗糖果商店并不难，很明显，这将会成功。这就是简单的决策。**另一方面，如果公司有很多的决策摆在你的办公桌上，那非常糟糕。总的来说，这些企业运作得并不好**。”

PS：

这个问题我深有体会，芒格的这句话大家多读几次：

“如果你想要一个系统来确定哪个业务是好业务，哪个业务是坏业务，那么只需看看哪个业务一次又一次地让管理层烦恼就行。”

想想看你平常遇到的棘手问题和轻松问题，是不是这个样子的。棘手的问题，总是会一遍又一遍的挑战你的耐心和底线，不管你提出多么好的意见和方案，总是会在某一个环节被卡。轻松问题就完全不一样，无论你说啥，这个问题在你这儿就是手到擒来，哪怕执行人出点小错，你都能轻轻松松力挽狂澜。

那种掌控感，是完全不一样的。

……

今天就这些了。

为什么巴菲特说 CAPM 是无稽之谈？因为他们沉迷“公式”，而忽略了“生意”本身

主题丨市场波动、风险与投资心理丨内在价值、估值与安全边际

原发布日期丨2026.01.05　　作者丨年报其语

巴菲特通过回答沃顿 MBA 学生关于 CAPM（资本资产定价模型）的提问，批判学院派将波动性（Beta）等同于风险的错误理念。巴菲特指出，现金流没有行业之分，不应通过提高折现率（如 7%提至 9%）来补偿对未来的无知；真正的风控是拒绝不可预测的生意。芒格补充强调，波动性不是风险，对于确定性高的好公司，股价暴跌 50%反而是获取超额回报的绝佳机会。

.....

伯克希尔哈撒韦 1998 年股东大会问答环节，**股东提问：**

“下午好，巴菲特先生和芒格先生。我的名字是 Keiko Mahalick，我是沃顿商学院的 MBA 学生，但请不要因此而反对我。

你能解释一下在你的现金流评估过程中，你是如何区分不同类型的企业的吗？例如，在对可口可乐和 GEICO 估值时，你如何解释它们的未来现金流风险的差异？”

用什么折现率给不同公司折现？

这个问题一看就知道，是根据资本资产定价模型在提问。看看巴菲特和芒格，是如何 Diss 商学院崇拜的 CAPM。

回答 1：（巴菲特）

“我们不担心传统意义上的风险，也就是沃顿商学院教你的那种风险。(笑声)但这是个好问题，相信我。如果我们能完美地预见到每一项业务的未来，无论是运营有轨电车还是销售软件，都不会有什么不同，因为从现在到审判日，我们所衡量的所有现金，都是属于我们的。公司所从事的行业没有任何意义，**除了它可能告诉你一些关于产生现金的能力差别。但一旦现金变得可自由分配，行业差异对现金的质量就没有任何意义了。”**

PS：

提这个问题的是沃顿商学院的一名 MBA 学生，我猜大概率在学金融。当她问出**“给不同企业折现，你为何使用相同的折现率”**这句话时，我就知道这位同学的脑中，已经被深深烙印住 CAPM。

CAPM（Capital Assets Pricing Model），资本资产定价模型。该风险计量公式，主要由 3 个参数构成：

1. **无风险利率。**主要以 10 年或 30 年期国债利率为参考，国内还可以参考 5 年~10 年期的定存利率。

2. **β 值。**如果把市场中所有股票的风险看成 1（β=1），单只股票风险比市场高的就大于 1（β＞1），比市场风险小的就小于 1（β＜1）。

3. **风险溢价。**看不起无风险利率，想要证明自己很强，所以要获得远超无风险利率的收益率。

除了无风险利率相同以外，造成每家公司折现率不同的原因有二：一是每只股票相较市场整体而言，单只股票的风险可大可小，造成 β 值不一样，可能是 1.2，也可能是 0.85；二是每个人要求的股权风险溢价不一样，觉得自己是股神的可能溢价 15%，觉得自己保本就行的，可能象征性的加个 5%。

如果你理解 CAPM 上述参数的变动原因，你自然明白这名提问的学生为什么会问出这样的问题。因为她完全是依照这个公式，在计算一个所谓的**“最低风险回报率”**。

但公式计算的就准确吗？巴菲特会回答你：

“对我和查理来说，任何公司的现金流都是一样。不管它是搞有轨电车，或是销售软件，我们衡量的只是它们每年产生多少具体现金数字。至于它们从事什么行业，对我们来说都一样。”

可口可乐挣得是现金，难道微软挣得就不是现金？

巴菲特在之前解释过，他和芒格评估的是公司的“经营风险”，不是公司的“股票风险”。

这个观念我也强行纠正过来了，所以你们看到我写《Value Line》的公司简报时，首要核心就是理清楚 5 个基本问题：

1. 每股营收
2. 每股现金流
3. 每股资本支出
4. 每股股利和回购
5. 目前买这笔生意的价格

不管公司从事什么行业，先搞清楚这家公司的营收是否一直在持续增长？产生的现金流，多还是少？每年产生的现金流中有多少花费在维持生意上？有多少留下来分给股东？在粗略计算估值后，再对比买这样一门生意现在要花多少钱，价格是否划算？

回答 2：（巴菲特）

“从本质上看，风险是一种对未来业务的判断。换句话说，如果我们认为，我们只是不知道未来会发生什么，这并不意味着它一定有风险，这只是意味着我们自己不知道，这对我们来说是有风险的。但对于了解业务的其他人来说，这可能没有风险。如果是这样，我们就放弃。**我们不会试图预测我们不了解的事情。我们不会说，“我们不知道会发生什么，所以我们将它折现率定为 9%而不是 7%”**，这个数字甚至我们自己都不知道。这不是我们的方法。我们认为，一旦它通过了这个门槛测试，即我们对某件事相当确定，那么同样的折现因子往往适用于所有事情。当我们购买这些企业，我们试图只做我们非常确定的事情。

所以我们认为所有的资本资产定价模型——以及其推理比如不同的风险调整回报率等等——我们认为这是无稽之谈。而我们确实认为，如果我们不确定未来会是什么样子，那么在这种情况下，试图去做出价值评估，也是毫无意义的。我们不认为你可以因为说它更有风险，而用更高的贴现率来弥补。所以我不认为如果我用更高的贴现率是有意义的。这不是我们处理事情的方式。查理？”

PS：

既然任何一家公司产生的现金流都一样，为了平等考虑每门生意的划算程度，所以采用同样的折现率。这是为了方便不同公司间的对比，而不是为了划分哪家公司风险高，就用更高的折现率；或者哪家公司风险低，就采用更低的折现率。

其实这个问题很简单，你问自己一个问题：

“假如现在有一门生意摆在你面前，风险非常大。但一旦成功，未来的收益率是 10 倍起步。那你会用 30%，甚至更高的折现率去折现吗？”

先不说估值大小，一旦这个生意和投资黄了，你将是血本无归，本金损失殆尽。这和你用 5%，或是 30%的折现率去估值有联系吗？

完全没有。

回答 3：（巴菲特和芒格）

芒格：“是的。这种对企业股价波动性的强调，我们只是认为是无稽之谈。这么说吧——**只要赔率对我们有利，同时我们不会冒险把整个公司都押在一笔投资或任何类似的事情上，我们就不会在意结果的波动性。我们想要的是有利的赔率**。我们认为，随着时间的推移，伯克希尔的波动性影响会自行消失。”

巴菲特：**“如果我们对一项业务的经营结果非常有信心，我们宁愿它有高波动性，而不是低波动性**。如果我们知道最终的结局会是什么，我们会比单纯的从生意中赚到更多的钱，这主要来自于市场的反弹。

例如，如果人们对喜诗糖果的月度收益做出反应，它可能在一年中的 8 个月里亏损，然后在 11 月和 12 月发财。如果喜诗糖果是一家上市公司，并且人们会对此作出反应，那它的股票变得非常波动，而那对我们来说将是非常棒的，因为我们会知道这一切都是无稽之谈。我们会在 7 月买进，1 月卖出。

显然，事情不是这样的。**但是当我们看到一个我们非常确定的行业，而全世界都认为因为它的盈利会有升有降，因此它的股价将表现得非常不稳定。你知道，我们喜欢这样。这比低 Beta 什么的要好得多**。所以我们认为，我们实际上更喜欢其他人所说的风险。当我们买下《华盛顿邮报》的时候，它在几个月的时间里下跌了 50%。最好的事情发生了。没有比这更好的了。”

PS：

最后的结论是，我们买的是公司，以及它如何经营一项业务。假如你能确定该公司业务在未来将经营得非常好，自然你将获利丰厚。此时，假若公司股价还能时不时的暴涨暴跌，你自然知道同样的成本，你将获得公司更多的股权，未来获得更多的收益。

至于 β 是多少，有关系吗？

……

今天就这些了。

巴菲特在 1998 年阐述麦当劳和冰雪皇后的商业模式

主题 | 企业生意模式与竞争优势

原发布日期 | 2026.01.06　　作者 | 年报其语

. . . . . .

伯克希尔哈撒韦 1998 年股东大会问答环节，**股东提问：**

“我是来自瑞士苏黎世的 JorgeGobbi，我的问题是关于食品企业的，主要是麦当劳和冰雪皇后，它们在固定的投资领域是否存在较大差异？如果是，你能解释一下吗？”

麦当劳 vs 冰雪皇后，谁的商业模式更好？

回答 1：（巴菲特）

巴菲特：“是的，两者有很大的不同。麦当劳或许直接拥有其全球三分之一的门店。我不能告诉你确切的比例，但如果他们有 23,000 家分店，那他们直接拥有成千上万家门店并经营着它们。然后剩余的门店，**麦当劳拥有很高的分成比例并将其租给他们的加盟商**——他们的特许经营商。所以他们在世界各地的实体设施上进行了非常大的投资，获得了非常好的回报。

冰雪皇后集团（Dairy Queen）包括橙汁朱利叶斯（Orange Julius）拥有 6,000 多家门店，其中只有 30 多家由该公司运营，当中还有一些是合资的。因此，**两者在固定资产上的投资存在显著差异**。加盟商或其房东的固定资产投资，显然对冰雪皇后意义重大。但这对作为特许经营权授予方来说并不重要，因此相比麦当劳，冰雪皇后的固定资产规模相对较小。”

PS：

麦当劳和冰雪皇后（Dairy Queen，以下简称“DQ”）的商业模式比较，因为 DQ 没有上市，所以没有公开资料。不过，巴菲特口述了 DQ 的门店和运营情况，我大概能猜到是个什么情况。

冰雪皇后（Dairy Queen）

巴菲特口述，DQ 在 1998 年拥有 6,000 多家门店，但只有 30 多家是公司自营。也就是说，DQ 的自有门店是 30 多家，其余 6,000 多家全部是加盟店。站在当时来看，也就是 27 年前，DQ 的商业模式是很牛的。因为这 6,000 多家加盟店，并不需要 DQ 有任何投入，固定资产的投资全部由加盟商或其房东自己掏腰包。

DQ 要做的，是保证加盟商在未来获取的营收，远超过当前的固定资产投入。比如说，加盟商投 50 万美元开店，未来几年至少要有 500 万美元的流水，利润超过 75 万美元。只要加盟商能赚钱，DQ 的这个模式就能一直玩儿下去。

DQ 的这种商业模式，在中国也有复制成功的，其中一个就是我们的雪王——蜜雪冰城。截至 2025 年 6 月 30 日的中期报告，蜜雪冰城的全球门店总数 53,014 家，其中加盟店 52,996 家，自营门店仅 18 家。

麦当劳（McDonald's）

截至 2024 年末，麦当劳在全球拥有 43,477 家门店，其中自营门店 2,045 家，加盟店 41,432 家，自营和加盟的比例是 5：95。

不过这数字在 1998 年可不一样，1998 年末麦当劳全球门店共计 24,513 家，其中自营 5,433 家，加盟 19,080 家，自营和加盟的比例是 22：78。自营门店数量的降低，是麦当劳通过 28 年努力减下来的，其目的也是为了降低自己的固定资产投入。

如果将 1998 年的 DQ 和麦当劳作比较，DQ 的确在固定资产投入上是远低于麦当劳，但是 DQ 的单店利润率可并不比麦当劳差多少。从这一点来看，当时投资 DQ 非常符合“低资本支出、高现金流、高股东回报”的条件。

回答 2：（巴菲特）

巴菲特：“在大多数情况下，**冰雪皇后会从加盟商的销售额中获得 4%的提成**（月销售额 4%作为品牌使用费，中国加盟条件是 6%品牌使用费+5%市场推广费），而**在麦当劳的这个比例要更高，并且还有租金收益**等等。麦当劳从拥有这些店中赚了很多钱。

因此，**这是两种截然不同的经济模式**。它们最终都取决于加盟商的成功。我的意思是，对加盟商而言，你必须有一个良好的业务模式，并且随着时间的推移，这对母公司而言也需要是一个良好的业务。两家公司都要应对这种情况。查理？”

芒格：“我没有什么要补充的。当你停下来思考，你就明白，为一群加盟商提供一个全国公认的品牌、质量控制和各种令人满意的商业帮助时，**其实提成 4%并不算多。之所以吸引我们，部分原因是冰雪皇后对特许经销商收取的费用很低**。”

巴菲特：**“如果你纵观整个行业，4%处于行业较低水平，但它运行得很好。一个成功的加盟商，销售收入会远超其有形资产上投资**。很明显，我们希望加盟商这样，随着时间的推移，我们就会有一个成功的企业。我们想要加盟商赚钱，想让他们创造的收入超过他们投入的资金。这就是我们的目标。”

PS：

巴菲特和芒格给出的 DQ 每年授权费比例是 4%，这个比例在特许加盟中确实不高，而麦当劳当时的授权费比例估计在 5%上下。因为我看过麦当劳最近 20 年的年报，麦当劳全球的基本情况我还算是了解。

麦当劳在近 20 年里，自营店的经营利润率在 15%~20%上下，但是加盟店只有 10%~12%，中间相差了 5-8 个点的经营利润率，这就是麦当劳从加盟商身上拿到的利润。不过这个利润主要分两部分：**租金**和**授权费**。

早期 1998 年，麦当劳的总营收是 106.9 亿美元；自营店收入 75.7 亿美元，从授权店拿到的收入 31.2 亿美元。其中，租金是 13.5 亿美元，授权费是 16.9 亿美元。也就是说，此时的麦当劳从授权店身上获取的租授比（租金：授权费）是 44：54，多余的两个百分点是初始加盟费。

到了 2024 年，麦当劳的总营收是 259.2 亿美元；自营店收入 97.8 亿美元，从授权店拿到的收入 157.2 亿美元。其中，租金是 100.2 亿美元，授权费是 56.1 亿美元。麦当劳 2024 年从授权店身上获取的租授比（租金：授权费）上涨为 64：35，多余的一个百分点是初始加盟费。

你们可以明显感觉到，麦当劳作为全球第一的快餐品牌，其商业地产大亨的属性有多强，我把它亲切的叫做“包租公”。单就现金流的稳定性来说，现在麦当劳的租金收入，是当之无愧的现金之王。

麦当劳目前的总体生意状况如何？

2024 年总营收 259.2 亿美元，赚取经营现金流 94.5 亿美元。其中资本支出消耗 27.8 亿美元，现金股利消耗 48.7 亿美元，股票回购消耗 28.2 亿美元，全年总计消耗 104.7 亿美元。资本支出和股东回报比例是 27：73，属于低资本支出、高股东回报、稳定现金流的代表之一。

麦当劳今天的市值是 2,100 亿美元上下，按照每年 100 亿美元的现金流计算，在没有增长的前提下，20 年左右能收回投资成本。你觉得如何？

. . . . . .

今天就这些了。

1999

为什么巴菲特说“发现一个伟大的行业，并不能保证你一定能赚钱”

主题丨企业生意模式与竞争优势

原发布日期丨2026.01.08　　作者丨年报其语

伟大行业 ≠ 好生意，看看巴菲特是如何解释通信、汽车和飞机生意的。

.....

伯克希尔哈撒韦 1999 年股东大会问答环节，**股东提问：**

“早上好，巴菲特先生和芒格先生。我叫杰克·萨顿，来自纽约布鲁克林。谢谢你主持今天的会议。就通信类股而言，**由于蜂窝通信和互联网的发展，某些股票的收入和收益增长有望大幅高于平均水平。以美国电话电报公司(AT&T)和诺基亚(Nokia)为例**，这两家公司赚取了可观的利润率和 ROE，从财务角度来看，它们似乎符合伯克希尔的标准。**伯克希尔是否对通讯领域的股票进行了评估？你会考虑在将来的某个时候在这个领域投资吗？**”

回答 1：（巴菲特）

“毫无疑问，通信领域发生了令人惊奇的事情。你提到 AT&T 很有趣。因为 **AT&T 在过去 15 年的 ROE 一直非常非常低**。现在，他们一次又一次地受到特别指控，但他们说，“不要算这个。”**但从 ROE 方面来说，如果你计算 AT&T 过去 15 年的 ROE，它一点都不好，虽然 AT&T 是这个领域的领导者**。但到目前为止，所发生的一切伤害了他们，至少相对于他们的竞争而言，伤害远远大于帮助。

我认为，**对于理解通讯公司的人来说，尤其是理解得相当早的人，他们很可能会赚很多钱**。在奥马哈这个小镇上，参与其中的人赚了很多钱。**但我不是他们中的一员**。我并没有给这个游戏带来任何我认为在任何方面都优于其他参与者的见解，而且在很多情况下，我甚至无法与其他参与者相提并论。”

PS：

没看过通信行业，对该行业不了解。AT&T 的历史 ROE，在过去 20 年的确不好。从负数，到个位数，到偶尔有年限达到两位数，持续波动多年，没有稳定的时候。从稳定盈利角度讲，AT&T 不算一个好标的，只能留给懂它的人。

诺基亚更不说了，iPhone 问世后，直接被干没了。2013 年，微软耗资 54.4 亿欧元，收购了诺基亚的手机制造、设备和服务业务。剥离手机业务后，诺基亚目前位居全球通信设备领域第二，仅次于第一的华为。

诺基亚在非中国市场，拥有约 23%的 RAN（无线接入网络）份额，印度市场份额为 35%。诺基亚已从手机巨头，成功转型为全球通信基础设施关键玩家，现转型聚焦于 AI 超级周期和 6G 布局。

今天最重要的一个点，在下面的回答中。

回答 2：（巴菲特）

“赚钱和发现一个好行业之间有很大的区别。本世纪上半叶美国最重要的两个行业——可能是世界上最重要的两个行业——那就是**汽车工业**和**飞机工业**。如果你早在 1905 年左右就预见到汽车或者飞机会给世界带来什么，你可能会认为这是一种很好的致富方式。但是，**很少有人是靠汽车工业发家致富的**。在那段时间里，**通过参与航空业而致富的人可能更少**。每天有数百万人飞来飞去，但是通过它们赚了钱的人的数量非常有限。

无数资本已经在破产中损失了。**这是一桩糟糕的生意，但这是一个了不起的行业**。因此，你并不一定要把一个行业的增长前景等同于你通过参与该行业而获得的个人净资产增长前景。查理？”

PS：

航空公司的情况，前两天在 1998 年的回答中，已经说得很清楚，不太行。汽车行业，我昨天刚刚看完 VL 的数据，除了个别一两家公司外，其他都不太好过。

传统燃油车公司中，只有一头一尾两家公司，还算是稳定，法拉利和丰田。其余都在小心翼翼活着，包括奔驰和宝马。新能源汽车，也不见得有多好，除了特斯拉，另外几家甚至未盈利。

汽车行业，不管是传统燃油车，还是新能源汽车，是一个伟大的行业，造福人类。但目前还持续赚大钱的，确实少，而且很难。同上面通信公司一样，早期参与的都挣钱了，但行业竞争杀到现在，都不好过，因为生意不好。以丰田和特斯拉为例：

丰田汽车

每股营收 245.42 美元，每股净利润 24.47 美元，每股经营现金流 35.97 美元，每股资本支出 25.05 美元，每股股利 5.46 美元。

丰田的生意，经营现金流的 70%，用于持续投入；剩下 30%，大部分支付现金股利，其余看情况回购股票。你可以理解为，丰田只有 30%的现金流，能够回馈股东。

假如你想拥有这门生意，每年拿 36 美元的现金流，当前股价 213 美元。

特斯拉

每股营收 30.38 美元，每股净利润 2.04 美元，每股经营现金流 3.87 美元，每股资本支出 3.53 美元，没发过股利。

特斯拉的生意，所有经营现金流，全部用于持续投入；没有剩余给股东回报，从未发放现金股利，回购只有一丝。特斯拉的市值，完全取决于马斯克这个人。电车生意已不是主力，未来是 Space X、机器人和无人驾驶的故事。

假如你是马斯克的铁粉儿，只需每股花 431 美元，便能拥有一家，未来至少值 10 万亿美元的公司，当前市值 1.4 万亿。

法拉利因为身披奢侈品属性，玩的是另外的东西。除法拉利外，汽车行业中，丰田和特斯拉，已经是混得最好的了。

航空业，前两天聊过。航空公司是苦力，大多数还在亏损，想回到 2019 年以前，遥遥无期。只有卖飞机稍微好点，主要是两家巨头：波音和空客。

波音

每股营收 88.78 美元，每股净利润亏损，每股经营现金流亏损，每股资本支出 2.98 美元，没有现金股利和股票回购。没有现金流，钱从哪儿来？去年发行股票，筹了 182 亿美元。

波音的生意，2018 年及以前还不错。每股经营现金流 22.15 美元，每股资本支出 3.03 美元，每股股利 6.84 美元。从 2019 年开始，持续亏损至今。加上波音飞机，近几年频频出事，报表上的存货，囤了近 900 亿美元。

想搭上波音，你得花每股 228 美元，还要忍耐至少继续亏两三年。

空客

每股营收 87.86 欧元，每股净利润 5.3 欧元，每股经营现金流 9.39 欧元，每股资本支出 4.66 欧元，每股股利 2.81 欧元，还有少量股票回购。

空客的生意，经营现金流的 50%，用于持续投入；30%用于支付现金股利，除了少量股票回购外，其余现金保留下来，以备不时之需。你可以理解为，空客也只有 30%的现金流，用于回馈股东。

假如你想拥有空中客车，每年收 9.39 欧元的现金流，先给每股 215 欧元再说。

看完之后，相信你们的感觉和我一样：

“汽车、机场、飞机，最好的公司都这样。难，真的难。”

……

今天就这些了。

巴菲特在 1999 年谈中国的投资机会

主题 | 投资决策、机会成本与组合选择

原发布日期 | 2026.01.11　　作者 | 年报其语

“发现好生意，买得便宜，能挣很多钱。”

这个方法，适用于任何地方。

. . . . . .

伯克希尔 1999 年股东大会问答环节，**股东提问：**

“早上好。我叫马特·哈弗蒂。我来自堪萨斯城。20 年前，中国在国内进行了市场经济改革。从那时起，我相信中国从这一经济体系中获益，会比历史上任何一个大国都要多。我还相信，这种势头，再加上中国的规模和人口结构，将使其在未来几十年成为世界上最肥沃的经济环境。尽管如此，**有许多中国公司的业务简单易懂、过去 10 年的销售额每年增长 20%，同时价格是去年利润的 5 倍或更低。你对直接投资中国公司的风险和回报有何评价？**”

回答 1：（巴菲特和芒格）

巴菲特：“**我对中国公司了解的不多**。但是，**如果我能收购那些股本收益率为 20%的公司，同时能够重新利用大部分资本再投资，而且它们的市盈率为 5 倍，并且我对盈利的质量感到满意**，我会说这将是一个有趣的领域。就那些符合你所提到的标准的公司而言，伯克希尔要想参与其中并盈利，**我的猜测是，这个领域还不够大**。

另一个问题是，**你能否从美国买入刚刚说的这些公司，我认为中国可能会有很多问题**。但我想说的是，任何时候你能买到真正的好企业——我们将其定义为资本回报率很高却以 5 倍市盈率交易的企业，同时，你相信公司的收益的质量，并且，他们可以重新利用这些收益的很大一部分，以 20%的回报率再投资。你知道，如果你的评估是正确的，那你会赚很多钱。查理？

芒格：“我对中国了解不是很多。”(笑声)

巴菲特：“**但这并不是要以任何方式、任何形式来抨击中国。如果你能识别出这样类型的企业，在这样的领域里很可能会有机会。我们自己只是感到自己不是很了解这些企业**。这并不意味着，你会遇到麻烦，或者其他更熟悉那里经济的人会遇到麻烦。所以，我鼓励你看看在这方面的专业知识，然后你会做得更好。在我看来，如果你描述的条件确实存在，而且你能找到合适的公司，你在投资方面的表现会比在美国市场好得多。”

PS：

巴菲特和芒格，1999 年对投资中国的看法：

- 站在能力圈内
- 找到高盈利的好生意
- 符合条件的公司数量不多
- 发现好生意且买得便宜能挣很多钱

1. 能力圈

巴菲特：“我对中国公司了解的不多。”

芒格：“我对中国了解不是很多。”

巴菲特和芒格，对投资中国的看法相同，因为他俩站在能力圈以内。回答的开头和结尾，巴菲特强调了观点：

“你能找到好生意，公司盈利如你所想，若你评估正确，你能挣很多钱。”

固守能力圈难，更何况是海外市场。1999 年，美国投资中国难，中国投资美国也难。巴菲特说，没有抨击中国的任何意思，单纯因不了解，因而无法下手。后来的事，大家听过一些，巴菲特投资中石油和比亚迪，赚了很多钱。不过，投资比亚迪，受芒格影响较多。巴菲特出手的原因？我认为，是他看到了好生意和便宜的机会，投资中石油是一个典范，但也有差别，判断高估和卖出。

守住能力圈重要，挖掘和投资便宜的好生意重要，卖得好也重要。

2. 发现好生意

发现好生意有条件，你需要知道三个基本条件：

- 毛利率高
- 资本支出少
- 涨价信手拈来

一本万利、无需复投、还能涨价。三个要点，汇聚成一个结论，ROE 大于 20%，且能持续 10 年以上。但背后有两点，我们常常忽略：一、重新利用资本再投资，继续获得大于 20%的回报率、二、5 倍市盈率，白捡了个大便宜。

A 股公司，长期回购的不多，多以现金股利方式，回馈股东。若持有的公司，无法赚取 20%的回报率，持有公司股票的个人投资者，回报率也过不了 20%。若想继续拿到 20%的回报率，到手的现金股利，要么复投同一公司，要么投到另一家 20%回报率的公司。

这还不是决定因素。

长期来看，买得便宜，决定了更高收益。若买太贵，从一开始，你会承受本金损失的风险，压力倍增。买得便宜，估值蹲在底部，你更轻松。若你对公司盈利有信心，压力对你而言，便不再是问题。

3. 还剩几家

5 倍市盈率的公司，即便找到，你是否懂它？盈利质量是否满意？未来能看多远？能耐心持有几年？统统成为难关。更何况，这样的公司，现在还剩几家？

若你找到几家符合要求的公司，1999 年能从美国买入吗？能买多少？会遇到哪些阻碍？如同当下，能从村儿里买入漂亮国？能买多少？怎么出？又怎么回？补多少税？

4. 挣很多钱

巴菲特给的答案，发现好生意，且买得便宜，若你判断正确，能挣很多钱。好生意和买得便宜，容易理解，但不容易做到，因为主观因素浓厚。解决办法很多，两个最简单的：一、看不同公司的年报，越多越好，边阅读，边比较；二、学会估值，多估值，多犯错，多修正。

. . . . . .

细心的你们会发现，问题不难，答案不难，做起来真难。

但做自己喜欢的事，纵使再难，也能做到最好。

刘震云讲过一个他舅舅的故事：

“我的舅舅是个木匠，脸上呢有个麻子，所以大家都叫他刘麻子。

刘麻子的木工活儿，在我们方圆 40 里做得最好。所以渐渐，我们方圆 40 里就没有木匠了，木匠就剩下刘麻子了。所有的同行都觉着刘麻子毒，所有的顾客都觉着他的木匠活好。

有一次，我跟他进行一个炉边谈话。我说，舅舅，所有同行说你毒，所有顾客说你好，你到底是毒呢，还是好呢？他说，人说你毒和说你好，并不重要，问题是怎么成为一个好的木匠。我说，那你是怎么成为好木匠的？他说，无非别人打一个柜子，花一天，我花的是三天而已。

但你只是花功夫，你还不能成为一个好木匠。

他说，是因为我喜欢木工活，我喜欢刨子花发出的那种味道。如果你只是喜欢他，还不行。他说，我每当看到一棵树，比如讲的是松树还是柏树，我就会想，如果这给一个闺女，打一副嫁妆多么好。但我看到不成器的杨树的时候，我就会想，这只能做个小板凳了。

这个舅舅，告诉我跟孔子一样的话，知之者不如好之者，好之者不如乐之者。”

要做你喜欢的事情。

今天就这些了。

为什么巴菲特说，医药股“我们搞砸了”

主题丨投资决策、机会成本与组合选择

原发布日期丨2026.01.12　　作者丨年报其语

医药，是一个好行业。若无法选出胜者，如果要买，最好买一揽子领先的公司，还一定要买得便宜。

.....

伯克希尔 1999 年股东大会问答环节，**股东提问：**

“大家好，我的名字是 McCallBang。我来自佛罗里达州中部。我的问题是，去年有人问了关于制药公司和婴儿潮一代的问题。你说要把个别公司单独挑出来是很困难的。**我相信芒格先生简洁地说过你们在投资医药股这件事上搞砸了**。我想知道的是，1992-1993 年间医药监管政策对整个医药行业似乎造成了伤害，这是否在某种程度上影响了你在这个领域做出投资？还是只是因为这个行业的不可预知性？现在的一些关于医药的政治因素，是否让你对医药行业的未来感到担忧呢？我明白，你们会担心制药公司不得不在华盛顿花一大笔钱以保持公司的增长。我想知道你的想法，特别是你是否对未来制药公司要面临的监管感到矛盾？”

回答 1：（巴菲特）

巴菲特：**“如果我们能以低于市场估值倍数的价格买入一批领先的制药公司，我想我们马上就会这么做。**正如你提到的，**我们在 1993 年有机会做到这一点，我们没有这么做。所以，我们确实搞砸了。因为很明显，制药行业作为一个整体，将做得很好。**它有你列举的一些威胁，比如监管等等。但是，每个行业都有一些问题。制药行业已经有足够的优势了，在我看来，你所提到的威胁不应该导致证券以低于市场的估值倍数出售，但当时它们确实发生了。

现在，情况不再是这样了。**我们在现在的价格是不会买的**。但是，我们认为制药公司它们作为一个群体，是很好的企业。我确实认为很难选出优胜者。你知道，**如果我真的买了它们，我会买一组领先的公司。但我不会以现在的价格买它们**。查理？”

芒格：“我想说的是，制药行业为消费者带来的好处几乎超过了美国的任何其他行业。在我的一生中，人们发明了一种神奇的抗生素，它阻止了如此多的死亡和家庭悲剧。我认为这个国家非常明智地建立了一个体系，让制药公司可以赚到几乎是天价的钱。而我认为制药行业的巨额利润对我们大家都有好处。”

PS：

巴菲特的策略：

“以远低当前市场的便宜价格，买入一批领先的制药公司。”

普通投资者，就该借鉴这种方法。今天我开启施洛斯的解读，施洛斯在当时的华尔街眼中，是一个“捡破烂的”。不怎么关心企业的盈利增长和管理层素质，他只对便宜的公司感兴趣。

什么是便宜？

便宜的股票，不是单纯指股票价格低。5 美元的股票不一定便宜，50 美元的股票也不一定贵。“便宜”，是指价格相对于公司的资产，或公司持续经营创造的价值来说，是便宜的。

医药公司便宜吗？

绝大部分都是不便宜的。医药行业是一个极端代表，药品拯救人类生命，也给予药品研发公司巨大利润。药品，究竟是救人的，还是挣钱的？对人而言，生了病，特效药即便是天价药，为了活下去也得吃，不吃就得死。对医药公司而言，企业不是做慈善的，花大价钱研发出特效药，除了治病，就是挣钱。医药行业，是道德和挣钱的矛盾。《我不是药神》，看过这部电影的，能体会到中间的无奈。

投资医药行业呢？

没人会说，我投资就是为了亏钱。投资，是现在花 100 块钱，未来得到 150 块钱，得到 200 块钱，得到 300 块钱。若医药公司不挣钱，无人会投资医药领域。但正因为医药公司挣钱，每年增速高，估值倍数是常年在天上飞，少则 40~60 倍，多则轻松 100 倍以上。

高 PE 倍数，大多时候是普通投资者的敌人。

这时候，买得便宜的好处，又显现出来。“便宜”，是指价格相对于公司的资产，或公司持续经营创造的价值来说，是便宜的。医药公司的价值，固然是高的，但价格也是高到离谱。相信不管是巴菲特，还是施洛斯，都不会在价格极高的时候出手。

所以巴菲特说：

“现在的价格，我们是不会买的。但制药是好行业，既然无法选出胜者，如果是我买，我会买一揽子领先的公司，但要买得便宜。”

普通投资者，需要借鉴这种方法。

.....

今天就这些了。

为什么你看不懂财报也没关系？掌握 3 个核心数据，胜过学会计

主题丨财务质量、现金流与资本回报
原发布日期丨2026.01.13　　作者丨年报其语

折现模型，在哪都一样。

钱，没有国界；赚钱的逻辑，也没有国界。

. . . . . .

伯克希尔 1999 年股东大会问答环节，**股东提问：**

“我叫詹姆斯·克劳斯，来自纽约。巴菲特先生和芒格先生，今天我们已经听到你们谈论了美国以外的一些国家。我的问题是，**如果你直接投资美国以外的股票，你对当地的市场有什么要求？我指的是会计系统的透明度，市场的广度和流动性，股东的权利，货币的稳定性。**如果你能提到其中几个国家，那就太好了。对于这些国家的公司来说，你认为表 20F 中包含的对美国公认会计准则的调整是否真的有意义？”

回答 1：（巴菲特）

巴菲特：“答案是，你提到的大部分要点，我们都会感兴趣。我们必须排除任何市场不够大的可能性。我们希望至少在任何一项投资上投入数亿美元，我们认为至少 5 亿美元。不过我们对此有例外。这就排除了很多公司。**会计透明度和会计准则方面，我们关心这一点，但我们可以在心理上做出调整。**在某些方面，我们认为，在某些国家的会计制度比美国这里好。所以，**只要我们了解当地的会计系统，我们就会在脑海中寻找相同的贴现模型，来计算未来几年公司会产生多少现金，以及需要投入多少。这和我们在美国这里的计算是一样的。**在美国，我们没有严格遵循公认会计准则。所以会计差异不会困扰我们，只要我们理解这些会计差异。税收的细微差别，你提到的公司治理可能会有所不同。如果我们认为公司治理远不如这里，我们就必须对这一事实做出调整。

我想说的是，在大多数主要国家，那些拥有足够大的股票市场的国家，我们完全可以持有其头寸，我们有可能投资于它们中的任何一个。我们不排除日本、德国、法国、英国等主要市场。

现在，重要的是要认识到，在世界所有的股票市场中，大约有 53%的市值是在美国市场，而美国仅有 4.5%的世界人口。但是，世界上所有上市公司的市值中有 53%是在美国的。所以，我们在这个蛋糕上占了很大的份额。但只要我们谈论的市场足够大，能够让我们投入真正的资金，我们就非常愿意看到蛋糕的其余部分。查理？”

芒格：“正如沃伦所说，到目前为止，我们还没有做太多。但我们没有规定不能这么做。”（笑声）

PS：

会计准则重要，会计准则也不重要。

重要，是因为全球所有国家，须在同一游戏规则下玩，否则大家各玩各的，如何统一？如标准的 IFRS 体系，也许与美国 GAAP 有不同之处，但大部分可以区分开，不影响理解报表内容。像我看 A 股、美股的报表，没有太多区别，除非涉及某些特殊、重大的会计处理。

不重要，是因为在估值时，可直接用自由现金流，不需要刻意使用净利润。虽然编制现金流量表，是从利润表出发，即依然要从 IFRS 体系出发，考虑会计准则对净利润的影响。

另外，巴菲特说，他们可以根据当地会计系统，对财报作出合适调整。相信我，99%的人做到不到，就算你是 CPA 也做不到。

除了国内或部分港股公司，可能你并未研究过，全球范围内更多公司的会计体系和财报，这里的财报数字是以千为最小单位。在没有大量实操前，谁都没资格随便说“调整”两个字。我能做部分调整，是因为我以前是做审计的，全球主流会计体系我懂，且我看过的财报，虽不到几万份那么夸张，但几千份还是有的。

我的建议是：

“如果你没有会计基础，不懂会计体系的内容，那就放弃，直接学习估值。

估值，是你的唯一武器。

你与其花那么大的功夫，买很多会计基础、专业书学习，到最后仍然可能搞不懂报表。倒不如直接采用自由现金流，因为每个国家的现金流量表，自由现金流的计算是一样的。而做估值时，自由现金流也是你估值的核心。

你把多余时间，全部放在搞懂两个问题上：一、未来现金流，会增加还是减少；二、公司存续期，能否活到 10~30 年以上。

现金流和存续期有了，你心里毛估估的估值锚就有了，加上安全边际（打折扣），你心里的价格区间就有了。”

以上建议，至少能帮你省去 80%的时间，你可以将省下来的时间，利用到研究公司上面。

在看了仅 6 年的股东大会问答后，对估值的问题，我已能够猜到答案。无非就是内在价值的计算，现金流折现，折现率的选择，未来现金流的预测，年限长短，等等。

不过，提醒大家。

除了自由现金流的计算，一定要看除资本支出外，**现金股利和股票回购的回馈情况**。绝大部分普通投资者，脑子一热，心中幻想，全是股价上涨、投资翻倍，根本就没有心思考虑，公司给股东的真实回报。在村里回购本就偏少的情况下， 若连最基本的现金股利都不考虑，这种纯赌博的心态，只会让普通投资者一夜回到解放前。

巴菲特的确说了现金流、贴现、资本支出，在哪都一样，因为这是算内在价值的基础。但你们认真去翻巴菲特的标的公司，会发现每一家的股东回报都是极高，不是现金股利丰厚，就是股票回购拉满。这一点村里大部分公司都难做到，这一点很多人也都忽略了。

好生意除了赚钱多、投入少、能涨价外，要再增加一个硬性标准——股东回报高。扣除资本支出后的剩余现金流，应尽可能返还给股东。

要么现金股利多，要么股票回购高。

. . . . . .

今天就这些了。

巴菲特 1999 年，复盘可口可乐的投资思考，提了 4 个要点

主题丨投资决策、机会成本与组合选择
原发布日期丨2026.01.14　　作者丨年报其语

在价格低谷买入拥有绝对心智份额的伟大企业，通过长达 30 年的持有，享受业务自然增长，以及股份回购带来的双重复利。

. . . . . .

伯克希尔 1999 年股东大会问答环节，**股东提问：**

“早上好，巴菲特先生。我叫 Jean-PhilippeCramers，来自英国伦敦。我有一个关于可口可乐的问题。第一个问题是，你担心可口可乐的盈利会继续受到新兴市场疲软和未来几年美元走强的影响吗？第二个问题是，可口可乐 35 倍市盈率。你担心利率可能上升吗？如果你不担心利率上升，这与你对通胀的看法有关吗？谢谢你！”

回答 1：（芒格）

芒格：“如果对你来说，**重要的是你认为可口可乐 10 年甚至更久之后会是什么样子**，那你不会真正关注这个或那个国家的短期经济发展、也不会关注汇率或者其他类似的事情。它们并不能真正帮助你做出 10 年或 15 年的预测，这就是我们要做的。所以，我们已经排除了所有这些噪音。如果你纵观全局，我们认为可口可乐是很棒的。”

PS：

今天先说芒格的答案，因为简单且正确。排除所有噪音，不做预测，集中心智思考：

“一家企业 10 年，甚至更久之后，会是什么样子。”

若要给“样子”加一个具体结果，便是未来产生的“现金流”，是更多，还是更少。判断的过程，巴菲特给出了具体步骤，接着往下看。

回答 2：（巴菲特）

巴菲特：“世界各国的繁荣符合可口可乐的利益。我的意思是，他们将从世界各地日益繁荣、生活水平日益提高中受益，我想我们会在 10 年或 20 年内看到这一点。我认为人们对可口可乐的偏爱只会促进可口可乐产品的发展。所以，**我关心的是市场份额，然后是我所说的心智份额**。换句话说，**与 10 年前或 20 年前相比，人们现在对可口可乐的看法如何？10 年后他们会怎么想？**

可口可乐在世界范围内拥有惊人的市场份额。世界上几乎每个人对可口可乐的产品都有自己的看法，而且绝大多数人都赞同可口可乐的产品。你不能想到其他三家类似可口可乐这样的公司。就产品的那种无处不在的良好感觉而言，我想不出第三家公司。**我们用售出的可乐罐数和市场份额来衡量。我们**

希望能卖出更多的可乐，我们希望随着时间的推移，竞争对手的市场份额能够减少。10 年，15 年，20 年后我会给出同样的答案。我想那时候可乐的销售量会大得多。

虽然从去年下半年开始，可乐销量的增长开始放缓，并持续到今年第一季度。但这在过去时有发生。在我看来，你知道，这不是一个重要的项目。它可能是股票在 6 个月或 1 年内走势的一个重要项目。**但我们关注的是 10 年后，可口可乐也关注的是 10 年后。现在，我们拥有可口可乐 8.2%的股份。10 年后，我们可能会拥有更大的比例，因为他们可能会回购一些股票**。

关于可口可乐的市盈率，就像世界上几乎所有其他领先公司一样，给我们的印象的是，它们给我们的印象都是相当高的。这并不意味着它们会下降，但这确实意味着，**与市盈率很低时相比，我们购买更多此类优秀公司股票的热情有所下降。**

理想情况下，我们希望随着时间的推移收购更多此类公司，我们了解他们的业务。我的猜测是，至少在未来 10 年的某个时候，我们很有可能会购买更多的可口可乐、吉列、美国运通或其他一些我们拥有的优秀公司的股票。**一般来说，我们不喜欢高市盈率。但是，我再次强调，这并不意味着它们会下降。**这只是说就我们过去的投资而言，我们被宠坏了。我们希望自己再次被宠坏。查理？。”

PS：

巴菲特的回答，复盘了他对可口可乐的投资思考，**四个要点：**

- 市场份额和心智份额
- 销量和份额的增长
- 拥有更多股数
- 买得便宜

1. 市场份额和心智份额

巴菲特再次在回答中提到**“心智份额”**。市场份额是数字结果，心智份额是品牌归宿。可口可乐，全球可乐市场份额第一。1999 年是第一，2026 年也是第一，约占全球的一半。单瓶（听）可乐因售价极低，所有人都能喝一瓶，故影响可口可乐业绩的唯一因素，是市场份额。

为什么可口可乐的市场份额能维持第一？

除每个人都能喝得起外，更因 100 多年过去，全球都记住了它。我的上一辈知道可口可乐，我以前天天喝可口可乐，我的侄女辈要喝可口可乐，我的下一代，大概率也要喝可口可乐。说起“可乐”，几代人最先想起的，大概率是可口可乐。

这就是心智份额。

巴菲特在 1999 年回答：“10 年，15 年，20 年后，我会给出同样的答案，我想那时候可乐的销售量会大得多。”

26 年过去，往回一看，他的判断是对的。可口可乐在全球即便不涨价，只要每年让更多人喝到可乐，就能持续产生大量现金流。因为只要你想到“可乐”，第一时间想的，大概率是可口可乐。若有一天可口可乐的市场份额持续下跌，大概率也是因为第一时间，不再想到可口可乐，而是其他可乐。

2. 销量和份额的增长

销量和市场份额的增长，即便我们不知道具体数字，但只要心智份额在，你能知道它未来还会增长，原因上述第一个问题已解释过。

1999 年，可口可乐全球销售约 165 亿箱；2024 年，约 337 亿箱。从 1999 年到 2024 年的 25 年间，可口可乐的全球销量实现翻倍。2024 年的销量，意味着全世界平均每天喝掉约 10.5 亿瓶（500ml 装）的可口可乐产品。

3. 拥有更多股数

若可口可乐在 26 年间，每年都回购一部分股票，根据当年的估值高低，估值高少回购，估值低多回购。每一年，你手里股票的分量，在持续变重。回购股票，你不用花一分钱买新股，但你拥有的公司股权份额，会自动增加。当每年还要分红时，你分得的现金股利，会越来越多。

只要可口可乐每年卖出更多可乐，它的现金流会每年增长。回购股票，让你的股权份额变多；股权份额变多，让你下一年拿到的现金股利，也会变多。

若你的标的公司没有回购，你又只想持有这一家公司，你就用分到的现金股利买入，相当于“你自己回购股票”，也能增加股数，未来又拿到更多分红。

4. 买得便宜

巴菲特买入可口可乐的操作，主要集中在 1988 年、1989 年、1994 年这三年。1987 年美国股市大崩盘（黑色星期一）之后，市场到达冰点，巴菲特从 1988 年秋天开始大举建仓，当时他已经 58 岁。自 1994 年买完最后一笔后，巴菲特再也没有花钱买过一股可口可乐，但也从来没有卖出一股。

在之后长达 30 多年的时间里，他做的唯一动作是：

持有，并收取分红。

……

今天就这些了。

巴菲特在 1999 年回答，如何赚到 300 亿

主题丨投资决策、机会成本与组合选择

原发布日期丨2026.01.15　　作者丨年报其语

就是喜欢这种直接当场问巴菲特，怎么赚 300 亿美金的问题。

. . . . . .

伯克希尔 **1999 年**股东大会问答环节，**股东提问：**

“下午好，巴菲特先生和芒格先生。我叫格兰特·摩根，来自纽约。早些时候，你已经承认现在的投资和商业环境比你刚开始创业时更加困难。我的问题是，**如果你在 30 岁出头重新开始**，在今天的环境下，你会做些什么不同的或相同的事情来复制你的成功？**简而言之，巴菲特先生，我怎样才能赚到 300 亿美元？**”

回答 1：（芒格）

“芒格：是的。**对大多数人来说，这个过程中最困难的部分是最初的 10 万美元。如果你的起点是零，那么对大多数人来说，筹集 10 万美元是一场漫长的斗争。**而我想说的是，那些相对快速到达目的地的人，如果他们非常**理性**、对机会非常**渴望**、并且能够稳定地**大幅减少支出**，那他们就会投资成功。**我认为这三个因素非常有用**。”

PS：

芒格在这种问题上，通常是一针见血。

对大部分人来说，凑够第一笔初始投资金额，是最难的。这笔初始金额，不论盈亏，绝不能影响你的生活，这是前提。若你拿身家性命闯进股市，梦想 1 年内吃 N 个涨停板，本金轻松翻番，这是纯赌博。若不幸发生，真的赔多了，心理承受能力差的，指不定会出点什么事。所以不要随随便便，拿影响你生活的钱去炒股。

回到我们的现实生活，从零开始存钱，即难，也不难。

30 岁之前，存钱有两个必要条件。一、工资不能太低，工资太低，除去生活成本，月光会是常态，和存钱压根儿沾不上边；二、要稳定的提升能力，每隔几年要有一次大的跃升，若年薪在 30 岁前后无法冲高，即便你有点小存款，也会在一瞬间返贫。因为接下来，你要面临买房子和生孩子。

30 岁前后，有两个人生命题。

买房子。中国老百姓的传统观念里，买房是独立的开始。目前房价已稳的状态下，想在一线城市拿下一套 100 平左右的小三居，30 岁前后的存款会一次性掏空，家里或许还要补贴一部分。很多人会背房贷，虽当前可支撑住，但 35 岁职场危机，一旦没有跨过去，接下来的路，就不好说了。

这是一个人生分水岭，我没跨过去，我清楚中间有多难。

生孩子。不结婚的不予评论，毕竟每个人有自己的选择。但结了婚，有了小朋友，钱就不再是钱，而是你每天洗手时，“哗啦啦”从水龙头流出的自来水。想人生拔高，有拔高的花钱方法；想鸡娃，有

鸡娃的花钱方法.....此时的钱，已不再是钱，至少不再是你的钱，是你随时准备放进别人口袋里的钱。就像扔硬币，娃让你扔哪，你就把钱扔哪。

存钱，是一件难事。

若非你起点高、挣钱多，想存钱是真不容易。能在 30 岁前后存下钱的人，已不是毅力问题，是对自己的人生，从一开始便有长远打算。如有幸，你存下一笔不影响生活、能投资的钱，我也不建议你立刻进“赌场”。

有人怀揣梦想进入，结果一来先输掉 30%；一而再，再而三之后，又输掉 30%；然后，就老实了，我的经历便是如此。投资，不简单，至少没有大家想的那样简单。吃过亏的人，或许才能理解一句话：

“先保证本金不亏，再考虑如何赚取合理回报。”

回答 2：（巴菲特）

巴菲特：“**尽早开始**。(笑声)查理总是说，最重要的是我们开始在一个有很长的坡道的山顶上，尽早堆这个小雪球。**我们很年轻的时候就开始滚雪球了。**当然，复利的本质是它这个行为就像在滚雪球。**关键是要有一个很长的坡，这意味着要么从很年轻的时候开始，要么就是活得足够久。**

如果是在投资领域，我也会这么做。**如果我今天从学校毕业，有 1 万美元可以投资，我会立刻开始。我会直接开始浏览公司年报**。我可能会把重点放在规模较小的公司上，因为那将适合用较小的金额开始，而且小公司更有可能在投资领域被忽视。但就像查理之前说的，这不会像 1951 年那样（资料不足），现在你可以翻一遍股票手册，发现所有的东西都跃入你的眼帘。

但这是唯一的方法。我的意思是，你必须开始买公司，或者公司的一小部分股票。你必须以有吸引力的价格买它们，你必须买好的公司。从现在开始一百年后，在投资方面，这个建议将是一样的。就是这么简单。你不能指望别人为你做这件事。我的意思是，别人不会告诉你那些美妙的小型投资。这不是投资该有的方式。

1951 年 1 月，当我第一次访问 GEICO 时，我回到了哥伦比亚大学。在那一年剩下的时间里，我去了 Blythe & Company(一家阿联酋投资咨询公司)，实际上，我去了另一家领先的保险公司 Geye r& Co.，。而且，当时我认为我已经发现了 GEICO 这家奇妙的公司，我想看看这些专门投资保险股票的伟大投资公司是怎么说的。他们说我不知道我在说什么。你知道，他们对 GEICO 一点都不感兴趣。

你必须跟随自己的脚步——你必须学习你所知道的和你所不知道的。在你所知道的领域内，你必须非常积极地追求它，当你发现它时就付诸行动。你不能四处寻找与你意见一致的人。你甚至不能环顾四周，让人们知道你在说什么。你知道，你必须自己思考。如果你这样做了，你会发现很多东西。查理？”

PS：

巴菲特的建议，更加具体化：

- 尽早开始（≤20 岁）
- 找到属于你的长坡
- 研究公司
- 买入公司
- 买好公司
- 买得便宜
- 独立思考

身边很多人，真正开始有投资意识，大都不再是 20 岁的青年。可见 20 岁出头，意识到投资的重要性，这件事本身又是一件难事。因中国的大学生，绝大部分在 20 岁时，都是茫然的。一无存款，二无意识，三无指导，身处象牙塔，梦想不是改变世界，就是被世界改变。

尽早开始，确是难事一件。

但随后几条，凡意识觉醒之人，均可做到，并不难办。如何意识觉醒？有过大亏之人，便能渡己；但要做到，也不容易。要磨性子、耐寂寞、忍得住、少操作、长研究、买得好、拿得住.....

总之，你要用几年的时间（也许几个小时），独立思考出你自己的投资之道。这条道，你模仿不来，别人也学不走，只能是你自己的。

我算过一个投资基础线，供你们参考。

本金 30~50 万，以 5%左右（多点，少点都可以）的股息率起步，持有一家便宜的好公司。未来 3~5 年，伴随好公司现金流的增长，每年到手的股息会提高到 10%或以上。也就是每年到手的现金股利，会来到 3~5 万，加上本金也许升值 50%~100%，这是一个普通投资者，相对理想的开局。

但在持有过程中，你还需要解决另一个关键问题，增加手里的筹码。投资能力是一方面，你如何让自己拥有更多用于投资的资金是另一方面。

你也许无法筹资，但你可以自己创造。我们每天都在说商业模式，但你自己持续创造现金流的方式，本身就是商业模式。不论你是上班、副业、做生意、投资.....都是在创造现金流。你持续创造现金流的能力，决定了你理解商业模式的上限。

能力和子弹，缺一不可。

.....

今天就这些了。

巴菲特：“卖掉麦当劳，是一个糟糕的决定。”

主题 | 投资决策、机会成本与组合选择

原发布日期 | 2026.01.16　　作者 | 年报其语

巴菲特承认，卖出麦当劳是一个糟糕的决定，但芒格认为他不必自责，因为他俩的投资，总体来说是好的。

. . . . . .

伯克希尔 **1999 年**股东大会问答环节，**股东提问：**

“来自纽约的彼得·肯纳。下午好，沃伦，查理。(股东信中提到的尼古拉斯·肯纳的父亲)很高兴见到你们。我想问一下，**当你决定出售麦当劳的时候，你的思维过程是怎样的**，或者和我们分享一下你的想法。”

回答 1：（巴菲特和芒格）

巴菲特：**“你知道，我说卖掉它是个错误，并且这的确是个错误。我只是为了坦诚起见才这么说的。我不认为这是一个很正确的卖出决定，也不是一个很好的交易**。但我不认为它属于我们想要在世界上拥有的为数不多的八家或十家企业。我们的这个决定让你付出了 10 多亿美元的代价。查理？”

芒格：“你想让我给你擦鼻子吗？(笑声)**你一个人干得不错**。(笑声)顺便说一下，这在伯克希尔是一个很常见的作法。我们确实是在自讨苦吃。我们甚至不需要肯纳夫妇的帮助。”(笑声)

巴菲特：**“我们相信伯克希尔的事后诸葛亮。我的意思是，我们是真的相信——当我经营合伙企业的时候，我经常做的一件事就是把所有的卖出决定和所有的买入决定进行对比。仅仅做出买入决定成功是不够的，他们必须做出比买入决定更好的卖出决定**。”

PS：

1998 年股东大会，巴菲特阐述了麦当劳和 DQ，在商业模式上的相同和不同之处。1999 年，他再次承认卖出麦当劳是一个巨大错误，因为他错判了麦当劳的这门生意。

巴菲特在 1996 年买入麦当劳，1998 年卖出。麦当劳 1996 年的市值还不到 100 亿美元，而今天的市值是 2,200 亿美元。

按照巴菲特约 13 亿美元的总成本计算，若这笔麦当劳的股票持有至今，市值约 185 亿美元，期间 29 年收到的现金股利超过 60 亿美元，合计回报约 245 亿美元，总收益倍数为 19 倍，年化约 12%。虽然年化不高，但未来每年收到的现金股利超过 4 亿美元。

1998 年的股东大会解读中（链接： 巴菲特在 1998 年阐述麦当劳和冰雪皇后的商业模式），讨论过麦当劳的“商业地产”属性。单就现金流的稳定性来说，麦当劳的租金收入，是当之无愧的现金之王。再加上稳定的授权费收入，麦当劳虽然现金流增长速度不快，但是稳定性不是一般的强。

麦当劳 1999 年至 2024 年的核心数据（每隔 5 年），我放在了下面。你们可以参考，麦当劳过去 26 年的经营变化和股东回报。

1999 年：市值 150 亿

全球门店 26,272 家。自营店 6,022 家（占 23%），利润率 12%；授权店 20,250 家（占 77%），利润率 10%。

总营收 132.6 亿美元，自营收入 95.1 亿美元（占 72%），授权收入 37.5 亿美元（占 28%）。其中，租金 14.7 亿美元，授权费 22.1 亿美元；租授比，39：59。

经营现金流 30.1 亿美元。资本支出消耗 18.7 亿美元，现金股利消耗 2.7 亿美元，股票回购消耗 8.9 亿美元，全年总计消耗 30.3 亿美元。资本支出占六成，股东回报占四成。

2005 年：市值 140 亿

全球门店 31,397 家。自营店 8,802 家（27%），利润率 15%；授权店 22,595 家（73%），利润率 10%。

总营收 191.1 亿美元，自营收入 140.2 亿美元（73%），授权收入 51 亿美元（27%）。其中，租金 34.4 亿美元，授权费 16.2 亿美元；租授比，67：32。

经营现金流 43.4 亿美元。资本支出消耗 16.1 亿美元，现金股利消耗 8.4 亿美元，股票回购消耗 12 亿美元，全年总计消耗 36.5 亿美元。资本支出占四成，股东回报占五成。

2010 年：市值 360 亿

全球门店 32,737 家。自营店 6,399 家（20%），利润率 18%；授权店 26,338 家（80%），利润率 11%。

总营收 240.7 亿美元，自营收入 162.3 亿美元（67%），授权收入 78.4 亿美元（33%）。其中，租金 52 亿美元，授权费 25.8 亿美元；租授比，66：33。

经营现金流 63.4 亿美元。资本支出消耗 21.3 亿美元，现金股利消耗 24.1 亿美元，股票回购消耗 27 亿美元，全年总计消耗 72.4 亿美元。资本支出占三成，股东回报占八成。

2015 年：市值 660 亿

全球门店 36,525 家。自营店 6,444 家（15%），利润率 15%；授权店 30,081 家（85%），利润率 11%。

总营收 254.1 亿美元，自营收入 164.9 亿美元（65%），授权收入 89.2 亿美元（35%）。其中，租金 58.6 亿美元，授权费 29.8 亿美元；租授比，66：33。

经营现金流 65.4 亿美元。资本支出消耗 18.1 亿美元，现金股利消耗 32.3 亿美元，股票回购消耗 61 亿美元，全年总计消耗 111.4 亿美元。资本支出占三成，股东回报占十四成。

2020 年：市值 1,400 亿

全球门店 39,198 家。自营店 2,677 家（7%），利润率 10%；授权店 36,521 家（93%），利润率 14%。

总营收 192.1 亿美元，自营收入 81.4 亿美元（42%），授权收入 107.3 亿美元（56%）。其中，租金 68.4 亿美元，授权费 38.3 亿美元；租授比，64：36。

经营现金流 62.6 亿美元。资本支出消耗 16.4 亿美元，现金股利消耗 37.5 亿美元，股票回购消耗 9.1 亿美元，全年总计消耗 63 亿美元。资本支出占三成，股东回报占七成。

2024 年：市值 2,000 亿

全球门店 43,477 家。自营店 2,045 家（5%），利润率 15%；授权店 41,432 家（95%），利润率 11%。

总营收 259.2 亿美元，自营收入 97.8 亿美元（38%），授权收入 157.2 亿美元（62%）。其中，租金 100.2 亿美元，授权费 56.1 亿美元；租授比，64：35。

经营现金流 94.5 亿美元。资本支出消耗 27.8 亿美元，现金股利消耗 48.7 亿美元，股票回购消耗 28.2 亿美元，全年总计消耗 104.7 亿美元。资本支出占三成，股东回报占七成。

……

今天就这些了。

巴菲特聊会计和金融入门

主题丨能力圈、阅读与长期学习

原发布日期丨2026.01.19　　作者丨年报其语

这是一个很多普通投资者想问的问题，由于没有接受过会计和金融方面的教育，很多人不清楚该怎么学习和入门。

巴菲特和芒格，给出了很中肯的建议。

.....

伯克希尔 1999 年股东大会问答环节，**股东提问：**

“我的问题基本上是关于投资的方法。我已经用自己的钱投资股票大约 10 年了。总的来说，我的成绩还算不错。然而，在这个过程中，我给自己上了一些非常痛苦和昂贵的课。

例如，1990 年，我以 5500 美元的价格购买了伯克希尔的股票，3 个月后，我以 8000 多美元的价格卖出了这些股票，并为自己迅速而精明的盈利而暗自庆幸。(笑声)今年早些时候，我以 7 万美元的价格买回了同样的股票。(笑声)我打算用我的余生来拥有它。(笑声)所以你可以看到我在成长。(笑声)

我的问题是，我没有接受过会计和金融方面的正规教育。我想从你那里得到一些建议，关于自我教育的方法和一份基本文本的阅读清单，很明显，从伯克希尔的年度报告开始。谢谢你！”

回答 1：（巴菲特和芒格）

巴菲特：“你问的问题很好，**你想知道，在会计和金融方面，自学的最好方法是什么**？我从很小的时候就对它很感兴趣，我最初的方法是去奥马哈公共图书馆，把所有关于这个主题的书都拿出来读。这个过程中我也学到了很多不真实的东西。我对绘制图表和购买股票非常感兴趣。(笑)我通过大量的阅读来完成，但是对我来说这很容易，因为，你知道，这就像去看棒球比赛之类的。**说到具体的会计教材，我想你可能想读一些更好的，甚至是已经发表的杂志文章或者报纸上的文章，上面有一些关于会计的好观点**。查理，你能想到什么具体的或我们能推荐的东西吗？”

芒格：“我想，**我们俩从伟大的商业杂志中学到的东西比我们在其他任何地方学到的都多。这是一种获得丰富商业经验的简单快捷的方法，只需要浏览一个又一个问题，涵盖各种各样的业务**。如果你养成了这样的思维习惯，把你正在阅读的内容与正在展示的基本思想结构联系起来，你就会逐渐积累一些投资方面的智慧。**我认为，如果你不大量阅读，就不可能成为一个范围广泛的优秀投资者。我认为没有一本书能帮你做到这一点。**”

PS：

如何自学会计和金融？巴菲特和芒格的意见一致，**阅读**和**自学**。

商业杂志，芒格主推，比如《Barron's》（巴伦周刊）、《Harvard Business Review》（哈佛商业评论）这一类的。我前两年有一段时间一直持续看巴伦周刊，的确学到不少商业知识，但前提是你得耐心。

阅读，每次提到阅读，一定有人站出来说，“谁谁谁从不阅读，一样怎么怎么样.....”对我来说，阅读是生活中的一个**“元习惯”**，是构成我知识体系的底座。没有阅读，我几乎不可能学成任何东西，哪怕是边做边学，我也需要停下一段时间，通过大量阅读来思考接下来该怎么做。

会计教材，挺多人问这个。前几年我给大学生推荐最多的一本是《财务会计学原理 》（第 2 版），[美]弗雷德·菲利普斯（Fred Phillips）等，北京大学出版社。年代有点久远，但体系极好。若你们也要看，记住，“不要学会计知识，学会计思维。”

金融，没学习过。我了解的金融内容，都是通过读达摩·达兰的书。估值领域，我首推这一位教授，懂得都懂。

回答 2：（巴菲特）

巴菲特：“是的。**你可能会考虑挑选 5-10 家，你觉得非常熟悉他们产品的公司**，也许是这样，但不一定对他们的财务状况和所有这些都非常熟悉。找出一些公司的相关信息，这样至少你能够了解些什么，如果你了解他们的产品，你就知道这个行业本身发生了什么。然后，**你可以得到很多年度报告。你还可以通过互联网或其他方式，获取所有已经在上面写了 5 年或 10 年的杂志文章**。让自己沉浸其中，**就好像你要去为公司工作，或者他们把你聘为首席执行官，或者你要买下整个公司**。我的意思是，你可以用任何一种方式来观察它。**当你熬过这一关的时候，问问自己：“有什么是我不知道，却需要知道的？”**

PS：

巴菲特早些年解释过，要研究公司，最好从自己理解的、简单的公司和产品入手，因为你最熟悉它们。从获取和阅读年报开始，有招股说明书更好。通过年报，你可以获得大部分需要的公开资料。若想继续补充，季报，演示稿，业绩会记录，管理层发言，等等，要看的材料还有很多。

通过互联网筛选信息，已不是当下的最佳选择，最优解是利用 AI。我的建议是，不要直接问 AI 具体问题，而是把你想要完成的某个任务，详细描述给它，让 AI 帮你设计提示词，你来运行。在获取回答的过程中，不断调整和深挖，直到你认为，已触达你想要的深层次回答。对 AI 的使用和筛选，取决于你本身的能力、认知和品味。

把自己假想为某家公司的 CEO 或老板，并考虑公司运作，是一件难事，但最终你也要这么做。就像你的人生只能你做主一样，既然你选择买下一家公司，你也应该清楚，这家公司未来将如何经营；否则，“买股票，就是买公司”，只会是一句空话。

就像巴菲特说的：“问问你自己，有什么是你不知道，却需要知道的？”

回答 3：（巴菲特）

“回到很多年前，我总是四处走动，和竞争对手交谈，和公司的员工交谈，问一些类似的问题。事实上，当我第一次在 GEICO 见到我的朋友洛里默·戴维森时，我就是这么做的。**我一直在问他问题，这就是调研的本质**。你知道，**如果我对 ABC 公司感兴趣，我会问其中的一个问题，我会去 XYZ 公司，试着多了解一些**。现在，你能得到的信息是太多了，你还要学会去辨别它。

本质上，你是一名记者。我的意思是，这个过程很像在报道新闻。如果你问了足够多的问题——安迪·格鲁夫在他的书中有——你知道，他谈到了银弹。**你对竞争对手说，“如果你有一颗银弹，你只**

能用它射穿你的一个竞争对手的脑袋，你会选谁？为什么？”随着时间的推移，如果你问这样的问题，你会学到很多东西。

你问 XYZ 行业的某个人，你说，**“如果你要离开公司 10 年，你必须把所有的钱都投到你的一个竞争对手身上——你的一个竞争对手的股票，而不是你自己的——你会投哪个？为什么？”**不停地问，问，问。你必须以某种方式对你得到的答案进行交叉验证分析，但是你的头脑中要有很多东西，然后你就可以用它们来重新规划你自己的思考——为什么你要这样或那样评估这个公司。”

PS：

巴菲特早年用的方法，本质是“大家来找茬”。不过，他不是问标的公司，他反着来，通过问竞争对手来获取和判断信息。

这种方法， 不适合普通投资者。

回答 4：（巴菲特）

“会计，你只是需要慢慢来。你甚至可以选修一些这方面的课程。**但最重要的是弄清企业是如何运作的**。

我会怕谁吗？如果我们经营 GEICO，我们会担心谁？我们为什么要担心他们？我们想让谁来解决这个问题呢？我是不会告诉你的。(笑声)你一直在问这些问题，然后你去找出他想把银弹射过去的人。就像谁唤醒了欧文·柏林歌里的号手？这就是你的方法。”

你将一直在学习。**你可以和现在的员工、以前的员工、供应商、用品供应商、分销商、零售商交谈，有客户，各种各样的人，你会学到很多**。这是一个新闻调查过程。最后，**你想写成故事**，你就像在做新闻工作。**六个月后，你想说 XYZ 公司值这么多钱，你就可以开始写成故事**。有些公司很容易写故事，而另一些公司则很难写故事。**我们试着寻找那些简单的**，查理？”

PS：

直接调研不行，走访业务链中的某些环节，每个人都可以做到，但要花大量的时间和精力。我之前分享过走访家电经销商的例子，这倒不是我心血来潮，而是和我以前的工作经历有关。

我以前的审计工作，除了年报和 IPO 审计外，各种尽调都要做，但这不是全部。券商承做、咨询、收购、募资等业务，我也全部做过。因不是正统财经院校出身，专业又完全不相关，我很清楚我无法找到一份对口的工作。所以我选了一条，和别人完全不一样的“野路子”。

我在读研时，已经持有 CPA 和 ACCA 证书，但由于不是财经类专业、没有相关实习经历，所以找工作到哪都被拒，这也是我考虑野路子的最大原因。于是我制定了一个计划，从可能沾边的实习工作开始入手。我很感谢研究生的导师，若没有他们特批，我也没办法很早就去实习。

之后的一年半，我一直在外实习，实习工作是新三板挂牌的整条业务链，而我刚开始跑得最多的地方，就是容大。后来北交所成立，新三板的精选层升级到北交所。再后来，新三板的创新层，成了很多公司冲击上交所、深交所之外的备选，先去创新层进修，毕业后再闯科创板和创业板。

我当时的工作，就是让承接的公司挂牌成功。但我一个实习生，什么都不会，没人带、没人管，我唯一能相信的，除了我自己，就只有阅读。我买了很多专业书，边学边做，目的是搞懂业务，不是为了混吃等死。半年后，我已经带队做事；再之后，我的大部分工作，除了调研和判断上市的可能性外，就是承接业务，一直干到我毕业前。

因为我的过往经历，我明白阅读和自学，可以帮助我们解决绝大部分事情，解决不了的那一小部分，大概率需要我们自己悟。

人生，没有过不去的坎儿。

回答 5：（巴菲特和芒格）

芒格：**“对于以简介摘要形式列出的上千家大型企业的历史，我认为《价值线》是一个好工具，那一大本真的讲述了很多关于我们最好的公司的历史。”**

巴菲特：“是的。如果你看一下，有 1700 个。**每一页你会看到在股本回报率方面发生了什么，在销售增长方面，市场份额方面看到所有发生的事情**。然后你说，**“为什么会发生这种事？谁让它发生的？未来 10 年会是什么样子？”因为这才是你真正想要弄明白的，不是价格历史图表，而是关于商业演进的历史图表。你会试图在脑海中打印出未来 10 年的《价值线》**。有一些公司，你可以做一个合理的预测工作，还有一些公司预测就太难了。但这就是游戏的意义所在。如果你对它有一些偏好，它可以是很多乐趣。这个过程和你得出的结论一样有趣。”

芒格：“当然，当他谈到结论的原因时，他说的是什么——这是最重要的问题。这不仅适用于投资。它适用于整个人类经验。**如果你想变得聪明，你必须不断问的问题是：为什么？为什么？为什么？为什么？你必须把答案和深层理论的结构联系起来。你必须知道主要的理论，这有点费力，但也很有趣。”**

PS：

价值线不说了，非常好的东西。有条件的，一定要去认真逐页翻一遍，就当浏览下大型公司的历史简介。若可以，把你理解的公司，未来 10 年的价值线，在脑中画出来，再给一个估值。

能做到这一点，任何人都能在自己的领域中，取得满意的回报。

. . . . . .

今天就这些了。

2000

价值，还是成长？

主题丨内在价值、估值与安全边际

原发布日期丨2026.01.20　　作者丨年报其语

2000 年股东大会，巴菲特关于“价值与成长”的经典回答。

. . . . . .

伯克希尔 **2000 年**股东大会问答环节，**股东提问：**

“我持有过一只股票。每过一个季度，该公司的盈利、销售收入以及现金流都有上升，公司的市场份额也在不断上升，但其股价却在下跌。这家公司五年平均复合增长率达到 60%，静态市盈率只有 4 倍。这是一只成长型股票，还是只价值型股票？**能否给我们讲解一下您对成长和价值的定义？**第二个问题是，这个公司生产销售休闲车，而目前娱乐和休闲行业的发展态势很好。您认为该公司对伯克希尔公司而言存在投资机会吗？”

回答 1：（巴菲特）

巴菲特：**“我们在过往的年报中已对价值、成长这个问题进行过阐述。它们并非企业截然不同的两个方面。任何一家企业的价值等于其未来现金流的折现值……所以，如果你能准确地估计企业未来所产生的现金流，你就能计算出该企业目前的精确价值是多少**。当前影响企业价值的重要因素，还包括以高额回报率使用额外资本的能力，绝大多数被定义为成长型的公司都具有这种特征。然而，**我们对价值和成长并不作区分，我们把任何一家企业看作是一个价值命题，企业的成长潜力只是企业估值的一部分**。实际上，这个道理非常简单。

当我们购买股票时，我们总是从购买整个企业的角度来考虑，因为它使我们能够以商人的身份思考，而不是以股票投机者的身份。假定有一家公司，前景很好，你以 5000 亿美元的价格买入，但目前该公司不支付任何股利。假定你认为 10%是比较合理的回报率水平，如果今年这家公司不向你支付股利，明年才开始支付。那么，该公司从明年开始，每年需要向你支付 550 亿美元的永续股利。如果该公司从第三年才开始支付股利，那么，它每年需要支付 605 亿美元的永续股利，才能支撑其目前的价格水平。

当人们以整个企业价值 5000 亿美金的估值，买入其 100 股股票时，我怀疑他们是否认真考虑过他们所作出的投资决定。举例而言，假定公司第二年才开始支付股利，你希望每年获取 10%的回报。如果你付出了 5000 亿美元，那么今后每年公司需要向你支付的股利是 550 亿美元。为了达到这个目标，这家公司每年赚取的税前利润必须达到 800 亿美元。看看目前世界上有哪些公司赚取了税前 800 亿美元的利润、或者 700 亿美元、600 亿美元、500 亿美元、400 亿美元甚至 300 亿美元，你找不出一家。”

PS：

2000 年股东大会的第一问，成长和价值的区别。巴菲特做了一次非常详细的举例解释，建议大家先回头，认真看一遍巴菲特举的两个例子（上面标红部分），再继续看解读。

什么是价值？

任何一家企业的价值，等于其未来现金流的折现。若你能准确估计企业未来产生的现金流，你就能计算出，该企业目前的精确价值是多少。

这是内在价值的计算。在 DCF 模型中，增长或增长率，已经被考虑在内。成长，是价值的一部分，想必大家能理解这一点。因此巴菲特说，我们对价值和成长并不作区分，我们把任何一家企业，看作是一个价值命题，企业的成长潜力，只是企业估值的一部分。

简而言之，价值，包含成长。价值股也好，成长股也好，便不再有过多争论。这一点，芒格随后也回答了：“我同意所有明智的投资都是价值投资。相比所付出的，你需要获取更多的东西，这就是关于价值的判断。”

买股票，就是买公司。

这能迫使你以商人身份思考，而不是以股票投机者的身份作答。接下来，巴菲特给出例子：花 5,000 亿美元，买下整个公司，你要求的回报率是每年 10%。

怎么理解这个例子？

你买下整个公司，你便拥有 100%股权。假如这家公司当年挣了 500 亿，那么明年开始，公司必须挣 550 亿，后年 605 亿.....一直持续到第 10 年，也就是每年还要增长 10%。然后你将这 10 年的利润，用 10%折现后加总，得到的总现值是 5,000 亿。

作为老板，你要思考的问题只有一个：你买下的这家公司，纠正如何才能每年挣到 500 亿、550 亿、605 亿.....这就是对未来现金流，增长率，折现率，思考的全部，也是内在价值的定义。

你可以看看手中持有的，或者想要持有的标的公司，从第 1 年，到第 10 年，到第 20 年，到第 30 年，你认为这家公司，每一年能产生的现金流，会是多少？你愿意以哪个折现率折现？得到的数值，就是你对标的公司内在价值的思考结果。

由于每个人对标的公司的理解不同，思考的未来现金流，使用的折现率，自然也不一样。所以每个人得到的内在价值数值，也就不一样，可能高一些，也可能低一些。同一家标的公司，不同的人，会给出不同的结果。如何判断孰对孰错？拼的就是，你对这家公司的理解程度。

注意，巴菲特在例子中，提到“股利支付”。股利，是绝大部分普通投资者都忽略的一个问题。现金股利和股票回购，统称“股东回报”，判断你投资思考是否成熟的其中一个点，就是你是否重视“股东回报”。这引出了另外两个问题：是否支付现金股利，以及赚多少钱才能支付这些股利。

是否支付现金股利

全世界绝大部分的公司，无法做到 100%的股东回报，不管是现金股利，还是股票回购。以 A 股为例，优中选优的公司，股利支付率能达到 40%-50%，极少数能到 60%，甚至 75%。原因有二：一、所需资本支出过高，导致没那么钱拿来分红；二、除了分红外，企业更倾向于把多余现金，留存在公司内部。

举个例子，A 公司今年的现金流是 100 亿，拿出 45 亿支付股利。所以 A 公司的股利支付率是 45%，其余 55%的现金，扣除小部分资本支出后，全部留存在公司账上。假设我们按照 10%的增长率，10%的折现率，考虑这家公司的估值，那么 A 公司正好值 1,000 亿。

从公司整体角度出发，每年 100 亿+的现金流没问题，1,000 亿的估值也没问题。但在现实中，你能拿到全部 100 亿的现金流吗？你拿不到。你只能拿到 45 亿，也就是现金分红的部分。

我们需要算两笔账。

第一笔账，从“买股票，就是买公司”出发，算清楚公司的内在价值，这拼的是你对公司的理解深度，也是你心中价值的锚。

第二笔账，算清楚你每年实际到手的股东回报。美股以外，全球大部分公司，还是以现金股利为主、回购为辅，包括 A 股和港股。

继续上述 A 公司的例子。1,000 亿，是你在 10 年基础上支付的卖价。公司每年挣 100 亿起步，看起来 10 年回本，但实际上不是，因为你每年收到的现金股利是 45 亿。你花 1,000 亿买下的这家公司，需要至少 20 年，才能通过收股利的方式，将初始投资成本，尽数收回。

收回全部投资成本时，你持有的公司，才变成你的永久“印钞机”。而你赚取的“超额收益”，取决于收回投资成本后，0 成本持有的这家公司，未来能否继续创造更多现金流，还能持续创造多少年。又或者，在收回投资成本后，你一次性清仓该笔股权，得到的价格，就是这么多年投资赚取的“超额收益”。但假若公司真的还能赚钱，你是不会卖的，傻子才卖。

赚多少钱才能支付这些股利

为了支付股利，公司要挣钱，关键是需要挣多少钱？这需要我们自己倒推，并以此估算和判断，公司的营收、市场份额和定价权。

在巴菲特的例子中，550 亿美元的股利（股利支付率 100%），需要赚取税前利润 800 亿美元，税率约 32%。若该公司的净利率是 20%，全年营收需要达到 2,750 亿美元；若该公司的净利率只有 10%，则需要营收达到 5,500 亿美元。

什么概念？

2025 年的苹果公司，营收 4,160 亿美元，净利润 1,120 亿美元，净利率 27%，股东回报率 100%。巴菲特在 2000 年举的这个例子，相当于 25 年后的半个苹果公司。

苹果的市场份额多少？每年 2.4 亿部 iPhone 出货量，15.6 亿 iPhone 用户，全球 24 亿部活跃设备。

苹果的定价权？产品几乎每年涨价，订阅费也是持续涨价。

持续产生现金流的能力？只要 15.6 亿用户不丢，苹果的竞争力就一直在。

以上是我对价值的解读，供大家参考。

回答 2：（芒格）

芒格：“我同意所有明智的投资都是价值投资。相比所付出的，你需要获取更多的东西，这就是关于价值的判断。

然而你可通过多种不同的方法，获取比你所支付的更多的东西。你可采用过滤器对投资品种进行筛选，如果你投资的是价值低估的公司，但这些公司尚未优秀到你能将其存放到保险箱 40 年，但它们的价格被低估了，那么你就必须一直不停地换股票。当这些公司的股票价格到达你认定的内在价值时，你需要卖出它们并且寻找其他的投资目标，这也是一种积极的投资。

寻找少数几家伟大的公司然后持有不动，因为你能正确地预测其未来前景，这种投资方式是我们所擅长的投资方法。”

PS：

芒格的解释更纯粹，明智的投资都是价值投资，无论什么方法，只要你得到的，比你付出的多就行。

在《证券分析》中，格雷厄姆说过类似的话。虽然他对投资和投机有明确的定义，但格雷厄姆同样承认其他投资方法的有效性。他认为，投资的方法有很多种，关键在于**“你能驾驭的投资方法是哪些”**，能让你持续盈利而不亏损的，就是属于你的方法。这也是为什么我会说，我不懂投资，我只知道通过什么方式，能够达到我要的目的——拿到价值。

芒格说了两种方法：便宜买入低估股票，合理价格长期持有伟大公司。

便宜买入低估股票，等待估值回归后抛售获利，这也是一种积极的投资。只是比起这种方法，他和巴菲特更擅长，寻找少数几家伟大的公司，然后集中持有不动。

. . . . . .

今天就这些了。

投资，还是投机

主题丨市场波动、风险与投资心理

原发布日期丨2026.01.21　　作者丨年报其语

巴菲特在 2000 年互联网泡沫破裂前，对投机行为的解答。

. . . . . .

伯克希尔 **2000 年**股东大会问答环节，**股东提问：**

“早上好，先生们。我叫韦恩·彼得斯。我有两个小问题。首先，对于投机行为，有些人可能会说，在高科技和互联网领域投机行为猖獗，**你能谈谈你对投机行为对整体经济可能产生的影响的看法吗？**第二，你花了多长时间来完善你的下坠球，我们今晚要去看吗？”

回答 1：（巴菲特）

巴菲特：**“任何时候出现投机泡沫，市场最终都会自动矫正**。格雷厄姆说得对，股票市场从短期看是投票机，从长期看是称重机。**企业未来产生的现金流决定其在市场上的价值，但这可能需要很长的时间来证明。”**

PS：

市场自动矫正投机泡沫，因投机风潮来的快，去的也快；价值创造不一样，需要很长的时间。投机也许几个月涨三倍，但退下去可能只需三天；现金流不一样，是一年一年的创造，要持续很多年。

30 年前的投机项目，今天还存在吗？

30 年前的可口可乐、茅台，现在依旧存在。

时间已证明，持续产生现金流，是伟大企业的使命，否则作为投资者，我们投什么呢？

投入 100 块钱，未来获得 150 快钱，这是我们的共同目的。但每个人的方法不一样，格雷厄姆在《证券分析》中解释：

“投资方法，没有好坏之分；关键在于，你能否驾驭他们。”

选择不同而已。

回答 2：（巴菲特）

巴菲特：“这是个很有意思的命题。**如果一家公司最终并不赚钱，却在市场上以 100 亿或 200 亿美元的价格频繁交易，最终并未创造出财富，倒是通过交易转移了一大笔财富**。我想你会看到，当我们回顾这个时代，你会看到这是一个巨大的财富转移的时期，但最终唯一的财富创造是通过企业创造出来的。

这没有什么魔法。**如果一家一文不值的公司以 200 亿美元的价格交易，每天换手 5%，相当于每天有人从另外一些人那里拿到了 10 亿美元，但投资者作为一个整体并未得到任何东西**。尽管他们每个人

都感觉变得更加富有，这是个很有意思的现象。他们作为一个整体自身无法变得更富有，除非公司的价值增长能使投资者变得更加富有。”

PS：

一家公司不挣钱，但市场依旧以 100 亿、200 亿的价格，按秒交易。巴菲特形容道：“这并未创造财富，只是转移财富。”大部分人想的，是和市场上不知名的对手对赌，争取从对方手里，转移财富到自己腰包。你说跌，我搏涨；你盼涨，我喊跌。相互搏杀，只为换取更低筹码；待有缘人，出以高价成接盘侠。

买公司，还是筹码，一眼可辨。

回答 3：（巴菲特）

巴菲特：**“狂热总是不时出现的——而且不仅仅是在股票市场**。我们这里也曾有过类似的狂热。20 年前，内布拉斯加州的农场就出现过一次投机狂热。当时一英亩产值不超过 70 或 80 美元的土地价格炒到高达 2000 美元，而那时市场利率高达 10%。那时以高价购买土地的投资者，以及基于土地价格发放大量贷款的内布拉斯加州银行，都遭受了巨大的损失。但在狂热中，每个人都认为购买土地的前景无限美好——因为每个农场的交易价格总比一个月前的价格要高。针对农场的趋势投资非常盛行。

最终，起决定作用的是其内在价值。但投机狂热通常会持续很长一段时间，**当市场上有大量的参与者参与投机游戏时，投机成为那段时期内无可辩驳的真理**，但投机无法永久持续。泡沫崩溃是否会冲击经济？或者像 1920s 年代末那样，或者可能只是某个行业的泡沫崩溃，并不会殃及其他行业。谁知道呢？**但 5-10 年后，你就会很清楚**。查理？”

PS：

“当市场上有大量的参与者，参与投机游戏时；投机，成为那段时期内，无可辩驳的真理。”人人都在投机，人人都想投机，因为投机挣钱快。

前不久的新剧，《老舅》。

老舅（郭京飞饰）这个人，一辈子干了二十多个职业。机械师，工程师，歌手，小贩，创业家，摆棋，服装店老板，外贸，倒腾邮票，律师，网络写手.....

算命先生说，老舅本是韩湘子身边的小书童，因打碎韩湘子的砚台，被贬下凡间，历经人间五十载岁月历劫。老舅一生，命格不俗，多才多艺；奈何怀才不遇，搞啥啥不行。尝试众多行业，始终无法成功，这是对他打碎砚台的惩罚。

老舅所有创业中，最惨的那段，便是投机炒邮票。

90 年代初，邮票市场，门槛低，易变现，成为最热投机赛道。老舅发现，自家地盘 1,000 多块钱买的邮票，上海转手可卖 2,000 多，一来一回，获利翻倍。

有了念想，老舅去广东进货时，改道上海，低价买入几套邮票，卖出 2 万多的高价。受暴利刺激，回家后遂决定搞一把梭哈。不顾妻子劝阻，上满杠杆，加码至 70 万，其中 50 万是借款；甚至卖掉大哥大追加投资，想要拉低均价，坐等上涨。

结果，邮票价格突然崩塌，老舅判断“暂时性回调”，继续等待有缘人；中途邮票贩子用上海一套房换，他老舅都看不上。最终，邮票价格崩盘，无人接盘，只能低价割肉，亏损 40 万。为偿还 20 万借款，还卖掉房子，妻子因压力过大、精神恍惚，买菜时被撞身亡，成为老舅一生的痛。

老舅投机的经历，对上巴菲特开头那句话，“狂热总是不时出现，而且不仅仅是在股票市场。”人人都在炒邮票时，炒邮票就是那段时期，无可辩驳的真理，只是这股热浪，能维持多久。

待 5 年、10 年、20 年后，炒邮票还那么火爆吗？

在我记忆中，小时候家里也炒过邮票。

邮票必须连在一起，不能撕开。邮票的核心，是整版或整联邮票保持完整，这是稀缺性的来源，也是最值钱的，贵 30%-50%。我小时候最爱干的事，就是和我姐一起，把连在一起的邮票，统统撕开，撕成一张一张的，还特有成就感。

也许，这才是小时候，家里炒邮票亏钱的真正原因。

……

今天就这些了。

巴菲特再谈风险和护城河

主题丨市场波动、风险与投资心理丨企业生意模式与竞争优势
原发布日期丨2026.01.22　　作者丨年报其语

2000 年股东大会，巴菲特关于“风险与护城河”的问答。

……

伯克希尔 **2000 年**股东大会问答环节，**股东提问：**

“我叫 GregBlevins，来自肯塔基州的 Bargetown。在今年的年报中，你提到 Ajit 在判断风险方面具有杰出的才能。想到伯克希尔公司所具有的不断提升内在价值的能力，我认为你在判断风险方面的能力，至少与你估算内在价值的能力一样重要。**你愿意谈谈你对风险的看法吗**？”

回答 1：（巴菲特）

巴菲特：“我们认为**商业风险是指从现在起 5 年、10 年、15 年后可能发生的破坏、改变或削弱我们目前认为存在于企业中的经济实力的事情**。有些企业的风险根本不可能计算出来——至少我们不可能计算出来——然后我们就不去想它。

我们非常厌恶风险。但从商业角度而言，我们并非完全的风险厌恶者。举例而言，假定打赌今天加州发生地震，我愿意冒损失 10 亿美元的风险下这个赌注（即根据这个风险开出一张保单）。**只要数学的概率总体上使我们处于有利的地位，我并不会为此而烦心**。但从进行一系列交易的角度而言，我们是非常厌恶风险的。换句话说，**我们希望在每笔交易中都占有优势地位**。而且我们愿意在一生中进行足够多的交易，不管单笔交易的结果如何，总体的预期结果则几乎是确定的。

当我们分析企业时，我们尽力寻找目前就很优秀的企业，并且思考可能会发生什么错误。如果我们考虑到会有很多的因素足以使企业变坏，那我们就会撇开它。我们不会承担许多不可把握的风险去投资企业。但这并不意味着我们不会疏忽犯错误，我们也会犯错。但我们不会在判断企业存在很大风险时，故意或者自愿地陷入其中。”

PS：

巴菲特和芒格在几年前，专门解释过“风险”，他们将风险分为两类：

- 股票风险
- 经营风险

股票风险，是每天担心股价下跌；经营风险，是企业因经营不善而倒闭。秉承“买股票，就是持有公司一部分股权”的心态，我们需要担心的只有经营风险。这一点，巴菲特和芒格已经多次解释过，2000 年也不例外：

“商业风险（经营风险），是指从现在起 5 年、10 年、15 年后，可能发生的破坏、改变或削弱我们目前认为，存在于企业中的经济实力的事情。”

每个人判断经营风险的能力不一样，或者说，每个人的能力圈不一样。如果你研究一家公司，怎么看都看不懂，怎么都觉得难，你最好换一家公司。因为不是每一家公司，你都能大概搞懂。比起勉强认为看懂，承认自己看不懂，更难一些。太难的风险你不需要计算，直接换一家算得出来的就行了。

所以巴菲特才说，我们要的是概率优势，最好每笔交易一开始就不会输。因为厌恶风险，寻找确定性便成为目标。挖掘现在就优秀的企业，考虑什么会使企业变差。若能规避犯错，便能降低风险；若风险太大，我们直接绕开它。

为了应对经营风险，有了“护城河”概念。

回答 2：（巴菲特）

巴菲特：“接下来是你们之前可能听我介绍过的——**企业的周围拥有怎样的“护城河”**。我们把任何一家企业看作一个经济的城堡。而城堡会受到掠夺者的攻击。在资本主义环境下，你应该预期到甚至希望资本主义体系以如下方式运作：任一城堡（如剃须刀、软饮料等等）的外部有数以百万计的拥有资本的人，在想方设法从你手中夺去城堡并占为己用。问题是：你的城堡外有什么样的护城河来保护自己？

喜诗糖果在它的城堡外有很坚固的护城河，Chuck Huggins 从 1972 年起负责守护它的护城河，并且每年都在加宽它的护城河。他在护城河中投放了鳄鱼、鲨鱼、水虎鱼，这使得人们要游过它的护城河并攻击它变得越来越难。这样人们干脆就不去攻击它了。

所以，**我们根据“护城河”、它加宽“护城河”的能力以及其不可攻击性作为判断一家伟大企业的主要标准**。而且我们告诉企业的管理层，**我们希望企业的护城河每年都能不断加宽**。这并不是非要企业的利润要一年比一年多，因为有时做不到。然而，如果企业的“护城河”每年不断地加宽，这家企业会经营得很好。

回到你的问题，当我们看到一家企业的护城河非常薄弱时，这个企业的风险是很大的。我们不知道该如何评估它，因此就干脆不去管它了。我们认为，我们的所有企业都拥有很坚固的护城河，而且我们的管理层还在不断地加宽护城河。查理？”

芒格：“你怎么能说得那么好呢？”(笑声)

巴菲特：“来，吃点花生脆。”(笑声)

PS：

平地上建城堡，四面八方受敌。资本会敏锐嗅到利润的味道，但凡某个行业出现高利润生意，资本会像饿狼一样，拼命扑过来，撕咬每一块能抢到的肉。它们会肆意掠夺你的城堡，你该如何自保？

在城堡周围，挖一圈深深的护城河，在护城河中放满鳄鱼、鲨鱼、食人鱼，让敌人知难而退。想尝试游过来的，还没到岸，便被鳄鱼拖入河中。护城河，成为保护公司的关键。利润也许一时半会儿没守住，这没关系，任何一家公司都不可能一直顺利，总会遇到挫折。相比而言，公司长久生存，才更重要。

1995 年，巴菲特对此做过解释。就商业而言，宽阔而持久的护城河 + 诚实可靠的领主保护，便是 right business + right people。护城河具体指什么？持续、动态变化的竞争优势。巴菲特举了 4 个简单例子：

- 低成本生产商
- 加盟体系
- 不可替代的品牌或产品
- 技术优势

当然护城河不止这些，就像聪明的企业，拥有特殊的配方和秘方，竞争对手永远无法完全模仿你的产品。巴菲特也曾经谈到零售业，什么是零售业？只要你上架一款爆火产品，第二天所有零售商，都会想办法上架同款产品。所以客户，不会固定停留在某家商店买东西。除非，你有别人没有的东西。

所以零售业，如何才能建立护城河？

比如，芒格最钟爱的 Costco/开市客，一座在“必须时刻保持聪明”的零售业中，长期屹立不倒的城堡。

既然同样的商品，我可以上架，你也可以上架，那就找我能上架、你不能上架的产品；若实在找不到，就做到产品质量最好，但价格最便宜或最划算，甚至不赚钱。相当于，要么挖掘差异化或稀缺性，即我上架，你上不了架；要么降价，比你便宜，或干脆直接不挣钱。

我只服务属于我的人群，那些追求品质和价格的顾客，专心服务他们，每年收取一点会员费即可。仓储会员制批发模式，由此诞生，它包含了开市客的四大核心要点：

- 价低质高：产品毛利率≤14%
- 精心挑选：只卖会员需要且最好、最实惠的产品
- 自主品牌：Kirkland 的极致品质和低价
- 会员至上：帮我的会员能省则省

相比普通零售业，开市客走出了一条自己的路，建立了自己的城堡，修建了一条对手难以跨越的护城河。

不论看懂生意，或看懂护城河，我们总归在思考一家公司、一门生意，将如何生存 10~20 年以上，并持续赚钱。然后估算这门生意，每年产生多少现金流，折现后加总，得到内在价值。

……

今天就这些了。

巴菲特在 2000 年详细解读，如何通过“心智份额”判断价值！强烈推荐收藏

主题 | 企业生意模式与竞争优势

原发布日期 | 2026.01.23　　作者 | 年报其语

2000 年股东大会，巴菲特在回答“必定成功的企业”问题时，详细阐述了心智份额（Mind Share），决定市场份额的核心逻辑。巴菲特通过吉列收购金霸王的失败，70 亿美元代价，告诫跨界平庸生意的风险；以美国运通为例，展示了品牌地位带来的定价权，多收 1%的费率，等于多赚 30 亿美元；最后提出一个实战价值的筛选标准，如果一家公司遭遇危机或客户投诉，但用户数量仍在增长，比如美国在线案例，这恰恰证明了其护城河的深不可测与不可攻击性。

.....

伯克希尔 2000 年股东大会问答环节，**股东提问：**

股东：“巴菲特先生，芒格先生，早上好。我的名字是皮特班纳，我来自科罗拉多州博尔德。**你在 1996 年的年报中说过，类似可口可乐和吉列这种公司可被称之为“必定成功的企业”**——你刚才也重申了这个看法。**你对美国运通也是这么看吗？**你认为它是一家“必定成功的企业”吗？”

回答 1：（巴菲特）

巴菲特：“我想澄清一个观点。实际上，**我并不认为任何一家公司会是“必定成功的企业”**，而是**我把这种商业模式——它们在软饮料、剃须刀行业的主导地位或者竞争优势视作是“必定成功的”**。我认为，**拥有一项绝佳商业模式的企业面临的危险，在于试图进入不那么诱人的商业领域。**

就某种程度而言，吉列公司这一两年表现不佳并非由于它的剃须刀产品表现不好，而是它在其他行业的投资不好，这就是风险。当一家拥有一个绝佳商业的公司开展另一个中庸的生意时，通常的结果是经营后者的不良声誉，盖过了它经营前者的卓越成绩。

我们总是基于消费者品牌心智份额，而非市场份额来分析问题。因为如果在消费者中拥有了品牌地位，企业的市场份额自然会上升。可口可乐在全球 75%的人群中可能都有较强的品牌地位。而加州的每个人可能对喜诗糖果都有较强的品牌心智。经营的关键在于今后能让更多的人对你的公司树立品牌心智。如果我们做到了这一点，其他一切都会变得很简单，消费品企业都能理解这一点。”

PS：

先看看这段话的重要观点：

- 没有“必定成功”的企业
- 商业模式好，便拥有主导地位和竞争优势
- 商业模式好的公司，一样会犯错
- 强调品牌在消费者心中的心智份额
- 心智份额，最终决定市场份额

没有任何一家公司能一定成功。巴菲特认为的“必定成功”，指商业模式的强大。软饮料和剃须刀行业，暗指可口可乐和吉列，他们都在自己的行业里，拥有主导地位和竞争优势。但商业模式好的公司也会面临风险，比如尝试进入其他的商业领域，特别是低回报的领域。

你可以理解为，钱多了就有意外，总会干点傻事。

巴菲特回忆道，这两年的吉列就是这样，一家拥有绝佳商业的公司，开展了另一个中庸的生意。1998至2000年，吉列从巅峰跌落谷底，股价腰斩，CEO迈克尔·霍利在2000年被解雇。

吉列到底做错了什么？

吉列在1996年斥资70亿美元收购金霸王，但在1998至2000年被证明是一个巨大的包袱。吉列原本以为，可以像卖剃须刀一样卖电池，怎奈消费者发现哪家电池都一样，不想支付高价。在竞争对手猛烈的价格战下，吉列依旧头铁维持金霸王的高端定价，结果消费者不买账，市场份额被竞对抢占。等吉列反过头来降价应战时，利润率瞬间就没了。

幸亏新上任的James Kilts，停止了吉列的压货行为，整顿了电池业务。吉列的股价随后开始回升，最终在2005年以天价卖给了宝洁。巴菲特之所以没有抛弃吉列，是因为他看穿了，在压货和烂收购的掩盖下，剃须刀业务依旧是印钞机。

“我们总是基于消费者品牌心智份额，而非市场份额来分析问题。经营的关键在于，今后能让更多的人，对你的公司树立品牌心智。”

若在消费者心中拥有品牌地位，市场份额自然会上升。可口可乐，喜诗糖果，吉列，均验证了这个观点。

接下来，巴菲特列举一个新的案例，美国运通。

回答2：（巴菲特）巴菲特：**“美国运通是个很有趣的案例。美国运通一直以来在人们心目中拥有特别的地位且备受欢迎**。举例而言，在1930年代初许多银行倒闭时，美国运通的旅行者支票实际上替代了银行的许多产品。普遍受欢迎意味着当美国运通销售旅行者支票时可以收取额外的费用。许多年来，美国运通的另外两个主要竞争对手是现在的花旗银行(第一国民城市银行)和美洲银行。美国运通对于旅行者支票可以收取1%的费用，而其他公司做不到这一点。**尽管美国运通比竞争对手收取更高的费用，但它60-70年以来始终占据全球市场2/3的份额。如果你的产品能比竞争对手收取更高的价格，并能保持甚至扩大市场份额，你在人们心目中必须拥有特别的品牌地位。**当信用卡出现的时候，同样的事情也发生了。最初美国运通进入信用卡领域，是因为它认为它的旅行者支票会面临激烈的竞争，他们认为信用卡将会成为替代品。因此他们不得不进入这个市场。这是一个防御性举措。

信用卡的出现是由 RalphSchneider、AlBloomingdale 等几个人提出“大来俱乐部”的主意而产生的。大来信用卡最早在纽约开始流行并于1950年代中期开始在全国发展。美国运通对此非常担忧，担心人们会开始使用这些信用卡而非旅行者支票。那时还没有人听说过Master、Visa，或者类似的东西。但是人们要用这些卡来代替旅行支票。因此美国运通开始进入信用卡领域。与此同时，“大来俱乐部”已经拥有签约的餐厅，不少人已持有大来信用卡，而那时还没有美国运通信用卡。**尽管大来俱乐部的信用卡业务起步最早，但美国运通很快进入这个行业，并能比竞争对手收取更高的费用，且市场份额在不断上升。因此，当面对不同产品选择时，在消费者中有较强品牌地位的产品无疑具有很大的优势。这显示了美国运通的竞争实力，也说明它在消费者心目中具有品牌地位——这也是为何我在1964年买入了美国运通的原因。**

当你取出你的美国运通卡，而不是你的大来卡，也不是当时的第三大竞争对手的全权代办卡。当时还没有 Visa，你可以看到这种优势占据了上风。**我们买入了 5%的股份。当时对我们而言这是一笔很大的投资，那时我管理的资金只有 2000 万美元。你可以看到，这笔投资的核心思想，美国运通的消费者特许经营权并没有丢失。**后来，美国运通进入了其他行业，他们收购了消防员基金保险公司。而且在某种程度上，他们让 Visa 和其他信用卡公司获得了发展。虽然美国运通仍占有很高的行业地位，但份额逐渐在下降。”

PS：

美国运通案例中，巴菲特详细说明了他们的买入逻辑，**认真读两遍上面加粗、标红的三段话**。

1. **心智份额的力量。**在消费者心中有特殊的品牌地位，他们总能在第一时间想到你；你的产品比竞争对手价格贵，但消费者依然首选你的产品；关键市场份额不光能维持，还能继续增加。

2. **品牌地位的特权。**比竞争对手后进入，价格还更贵，但市场份额依旧持续增长。消费者在选择时，更愿意选择在其心中有“品牌地位”的产品，这就是竞争优势的结果表现。巴菲特说，这是其买入美国运通的原因。

3. **拥有消费者特许经营权。**巴菲特自述，这笔投资的核心思想，是因为美国运通的消费者特许经营权，并没有丢失。

所以大家下次选标的公司时，这就是一个很好的参考标准。

回答 3：（巴菲特）

巴菲特：“我认为，Harvey Golub(美国运通的 CEO)等公司管理层在巩固和加强公司实力方面做得非常不错。他们最近推出了 BlackCard(百夫长黑卡)每张售价 1000 美元，这种新卡获得了很大的成功。**今年通过美国运通卡消费的金额将近 3000 亿美元。想象一下，即使在今天，3000 亿美元仍是个巨大的数字。美国运通卡的平均费率是 2.73%，而 Visa 和万事达卡的费率要比美国运通卡低了一个百分点。**所以相比竞争对手，**美国运通卡在 3000 亿美元的卡消费额上就多了 30 亿美元的收入。**有了这 30 亿美元，美国运通可为客户做更多的事情。

我不会用“不可战胜”这个词，但我要说的是，美国运通这个名字，有着巨大的价值，而且很有可能随着时间的流逝而变得越来越强大。我认为他们所经历的一切表明，他们可能会遭受重创，然后东山再起。但我不认为你会想要用这种方法来测试。顺便说一句，这是我们在企业中寻找的东西之一。如果你看到一个企业经历了很多逆境但仍然做得很好，这告诉你企业潜在的强大实力。

我们现在持有美国运通 11%的股份。按照美国运通卡年消费额 3,000 亿美元计算，我们伯克希尔公司名下的卡消费额就有 330 亿美元。美国运通卡的消费额仍保持快速的增长，今年第一季度持卡人数和卡消费额增长得很快。我认为，我们 11%的持股价值会变得更大。很难想出有什么因素能阻挡这个趋势。”

PS：

美国运通卡当年的消费金额，将近 3,000 亿美元，按照 2.73%的费率算，就是 82 亿美元的现金流，而 Visa 和万事达卡的费率是 1.5%-1.75%左右。3,000 亿消费额，1 个百分点的差距就是 30 亿美元，占了美国运通当年营收的 15%。

2000 年，美国运通营收 204 亿美元，经营现金流 64 亿美元，资本支出 9 亿美元，股票回购 14 亿美元，现金股利 4 亿美元。当年的估值约 600-800 亿美元，现在已经是 2,500 亿美元。

按照当年 55 亿自由现金流算，20 年约 1,000 亿估值。与当时的 800 亿市值相比，并不划算。也难怪，巴菲特在 2000-2001 年多次表示，美国运通虽然业务好，但价格并不便宜。

巴菲特一直持有至今，当时持有约 1.5 亿股（占公司约 11%的股份），这部分持仓在 2000 年底的市值约 80 多亿美元，是伯克希尔当时最大的重仓股之一。由于中途的股票回购，这笔股份到现在已上升至 21%，市值约 560 亿美元。

另外，巴菲特在回答时，提到一个很重要的内容：

“这是我们在企业中寻找的东西之一，如果你看到一个企业经历了很多逆境但仍然做得很好，这告诉你企业潜在的强大实力。”

很多人可能不太理解这一点，是因为普通投资者很难花时间，去看完公司的全部历史年报。看年报的其中一个目的，就是看公司历年盈利和现金流水平的起伏变化，特别是出现下滑的年份。除了分析原因，就是专门看管理层是如何解决问题，走出困境的。若管理层在困境中，能证明并带领公司走出困境，这将是公司极大一笔经验财富。

去年国庆节后，我层详细研究过 DECK，其主要产品就是 UGG 和 HOKA 两款小众鞋子，但公司营收做到了 50 亿美元，自由现金流 10 亿美元。DECK 曾在 2012 至 2019 年间，遭遇过重大问题，UGG 营收几乎不再增长。

这 7 年多，是 DECK 的历史黑暗期。但最终公司解决了问题，UGG 在 2020 年重启增长，同时公司也将 HOKA 带入正轨。而运营 HOKA 的背后，正是 DECK 从 UGG 身上学到的一切，包括运营小众品牌和走出困境的经营。这也是我判断公司底蕴，非常重要的一点，即是否具备走出困境、解决问题的韧性。

接下来，巴菲特又举了另外一个例子，专门说明了这个观点。

回答 4：（巴菲特）

巴菲特：“一个典型的例子是美国在线 AOL。四五年前，我记得有一段时期美国在线遭遇许多问题困扰，它遭到很多客户投诉。但美国在线的客户数量每月仍然保持增长。这是一家很好的企业。**如果一家企业遭遇客户的批评但仍保持客户数量的增长，它已经通过了我心目中对理想企业的一个测评。**

你会认为美国运通在某种程度上已显示出相同的特质，但它仍存在不少动荡因素。所以，**有时候，你会发现这是对企业实力的一个有趣的测试**。同样，**可口可乐也曾在欧洲遭遇困扰(1999 欧洲中毒事件)，但后来以更强大的优势重新占据了市场**。**你会通过这些危机事件，看到这些企业背后的强大实力**。很显然，这种特质能很好地说明企业“护城河”的深度及不可攻击性。查理？

芒格：“嗯，我认为搞砸美国运通比搞砸可口可乐和吉列要容易得多。但这是一个非常强大的行业，拥有它是一件很棒的事情。”

PS：

记住一句话即可：

“如果一家企业遭遇客户的批评，但仍保持客户数量的增长，它已经通过了我心目中，对理想企业的一个测评。”

不论是美国在线，美国运通，或是可口可乐，都是一个意思。遭遇危机，但能解决危机，并重新夺回市场。通过应对危机事件的回顾，我们能看到企业背后的真正实力和韧性。正如巴菲特所说，这种特质能很好地说明，企业护城河的深度，以及不可攻击性。

今天就这些了。

如何 1 天内想通价格与价值的关系？

主题 | 内在价值、估值与安全边际

原发布日期 | 2026.01.26　　作者 | 年报其语

2000 年股东大会，巴菲特关于“价格与价值”的经典回答。

. . . . . .

伯克希尔 **2000 年**股东大会问答环节，**股东提问：**

“随着科技、电脑、电子产品和软件改变了我们整个世界，我必须承认，我个人投资了四款科技电脑软件和激进的成长型共同基金，弥补了我 1999 年在伯克希尔上的全部损失。(笑声和掌声)作为股东，我们要求你们努力工作，你们可能只是做点投机——比如只是拿出 10%投资于科技股，这是否太过分了？

我读了你的年报，你说“预测哪些企业会破产、哪些会胜出确实很困难”，对此我表示理解。但难道你们就不能选出一些科技公司吗？(笑声)今年我又在成长类科技股投资上挣了 100%以上的利润？”

回答 1：（巴菲特）

巴菲特：“我同意你的看法。1970 年代末，**尽管每英亩土地的产量或商品价格没有任何变化，但内布拉斯加州的农场价格可能涨了三倍多。难道我们现在应该为没有一开始就投资农场感到郁闷吗？**还有 1950 年代大幅上涨的铀类股票。回顾过去，你会找到很多这类事件，但这没有任何意义。我们不参与这类游戏。请相信我——我们也知道如何制造连锁性投机。这类事情我们已见过很多次了，我们了解这类游戏，只是这不是我们参与的游戏。”

PS：

今天的问题很有意思：你是否真的懂，你投的是什么，赚的是什么钱？

我们先从巴菲特最后的总结开始，一个农业投资的例子。70 年代后期，内布拉斯加州，农田价值增加了三倍多，但每英亩土地的产量和价格没有任何变化。

如何理解？

假设每英亩土地，十年内，土豆的产量、售价、利润率不会有任何变化。当前，每英亩土地，每年能产出 10 吨土豆，每吨售价 2,000 元，毛利率 20%，净利率 10%；换算后，产地土豆售价 1 元/斤，营收 20,000 元/年，自由现金流 2,000 元/年。

我们做一个三年后的比较。

一方面，种植土豆赚取的现金流，假设按照 5%的折现率折现。2,000 元/年，3 年 5%的年金现值系数为 2.7232，折现后合计约 5,500 元；这是你三年内靠种土豆，赚的全部现金流。（内在价值）

另一方面，种植土豆的农田，三年前值 2,000 元/英亩，三年后值 10,000 元/英亩；也按 5%的折现率折现，3 年 5%的复利现值系数为 0.8638，现值约 8,600 元。（资产本身的市场报价）

种土豆，三年能挣 5,500 元；纯炒农田，三年能赚 6,600 元。

你问自己一个问题：

“因农田价格的上涨，比种土豆多赚 1,100 元，你会选择卖掉土地，换更高的净赚吗？”

选择种土豆，指经营企业。种土豆赚的现金流，和经营企业赚的现金流一样；土豆的内在价值，和企业的内在价值一样。

选择炒农田，指炒股价；炒农田赚的钱，和坐等股价上涨一样。

在投资这个问题上，没有对错之分；投资和投机，都能挣钱，全看你能驾驭哪一种方法。

有些人，靠伟大的企业，长久经营下去挣钱。就像种土豆，辛苦的种一年、赚一年，但可以种 100 年，甚至更久。

有些人，选择赌接盘侠，相信有人会出更高价格。就像炒农田价格，三年翻 5 倍，来的快、赚的多，但农田价格，会连续暴涨多少年呢？谁会是下一个接盘侠？

你懂哪种方式，便能驾驭哪种方式，也就能在哪种方式下，赚取你认知范围内的钱。

此时的巴菲特和芒格，选择的是伴随伟大企业，长期赚取丰厚现金流的钱。

回答 2：（巴菲特）

巴菲特：“**对我们认为无法理解的企业，我们不会花一分钱**。而**我们对理解的定义是，我们能评估该企业未来 10 年的发展前景**。但是，我们很高兴我们这里有一位投资科技股做得很好的人。如果他有名片，你们可以随时跟他一起投资。(笑声)我们会在参展商区给你一个展位。任何想要这样做的人，都可以通过你或者你选择的任何人自由地去做。现在，有很多人说他们能做到。也许他们能，也许他们不能，也许你能分辨出哪些能、哪些不能。

不过，**我们知道如何赚钱的唯一方法是尝试和评估企业**。如果我们无法评估一家碳钢企业，我们就不会买入。**但这并不表明它不是个好企业，也不表明它没有安全边际，这只是说明我们不知道如何去评估它**。

各种各样的人，会通过多种我们所不明白的方式去挣钱，这是一个自由的世界。但是，希望通过我们投资科技股来挣钱的人，会犯一个很大的错误。**现在有这么多人说他们知道如何投资科技股，你尽可选择他们，为何非要让查理和我去做这种事呢**？”

PS：

又一个经典回答：“如何定义你是否懂一家公司、懂一门生意？”

答案：“能看懂该企业，10 年后的样子。”

巴菲特说，他和芒格唯一懂的赚钱方法，就是评估企业 10 年后的样子；然后把每一年赚的现金流折现，得到一个内在价值；如果一家企业他们看不懂，自然评估不出来内在价值，就不投。

企业或许是好企业，也许估值也不贵，但如果看不懂，便评估不出来 10 年后的现金流，自然得不出内在价值。这样的机会，让给那些懂的人好了，毕竟每个人都有自己赚钱的方式。

若别的人，更懂怎么靠投资科技股挣钱，你直接跟着这群人挣钱即可，为何非要两个不懂的老人，硬去投科技股挣钱？

我看了五遍这个回答，深有体会。

我以前做审计，靠审计师全年 13 薪、项目提成挣钱。而别的朋友，也许早早地做生意、搞电商、搞投资、捯饬地产，赚得盆满钵满。然后你问我，你怎么不早点搞投资、搞自媒体赚钱？

20 岁出头的我，可以吗？

不可以。

我 20 岁出头，只会审计技能，没办法在其他领域更顺利。我始终觉得，每个人都要尽早看清自己的强项，就是那种你轻轻松松就能搞定的事，但别人做起来就是很费劲。

这才是你的“能力圈”。

回答 3：（巴菲特）

巴菲特：“刚才你提到我们损失了一大笔钱，但查理和我并不会因为股价变化而觉得变得更加富有或贫穷。**我们的判断是基于企业的价值变化，我们根据企业的价值而非股价来评估我们的财富增长——因为股价对我们来说没有任何意义**。股价变动对很多人来讲有很多意义，但对我们来讲没有那么多。

除此之外，想象一下，试图以股票价格出售成千上万的股票。**我们总能以公司的价值卖掉公司——但我们不打算这么做，我们不能以一定的价格卖掉我们的股票**。所以，我们完全根据对我们的资产价值的评估，来看待我们的净财富。根据上述方法计算，我们的净财富在 1999 年略有增长，**股价是涨是跌对我们来说不会有任何差别，我们把它当作没有任何报价，因为我们不知道股票的走势。如果企业以合理的增长获得更高的价值，随着时间的推移，股票价格也会随之上涨**。但这并不一定是周复一周，月复一月，年复一年。1999 年对我们而言是糟糕的一年，但股价并没有以任何完美或接近完美的方式进行调整。

我们也有过好年景，当股票价格被高估的时候。事实上，我们完全根据企业价值的增长情况来评估我们的表现。基本上我们把投资的企业看作是存在市场报价的私人企业，如果使用这个报价方便的话，无论是购买更多的股票还是类似的东西，我们都可以这样做。但市场报价并不会影响我们对企业价值的看法。查理？”

PS：

格雷厄姆在《聪明投资者》道：

“短期而言，市场是一台投票机；长期而言，它是一台称重机。”

这也是巴菲特反复引用的一句话。股价没有任何意义，因为我们无法判断股价的走势。当企业价值长期一直增长，股价最终会回归价值。若一家公司，10 年前挣 5 个亿，10 年后挣 50 个亿，价格能一样吗？

这些都是我更容易理解的内容，至于 K 线图、资金走势和方向，我是真判断不了一点。

但无所谓，慢慢过就好，日子还长着呢。

……

今天就这些了。

为什么巴菲特说，竞争优势比短期利润更重要

主题丨企业生意模式与竞争优势

原发布日期丨2026.01.27　　作者丨年报其语

2000 年股东大会，巴菲特关于“竞争优势”的回答。

……

伯克希尔 **2000 年**股东大会问答环节，**股东提问：**

“我叫马克·拉比诺夫，来自澳大利亚墨尔本。**你已经强调了围绕企业的护城河或可持续竞争优势的重要性**，我的问题是关于这方面的。**哈佛大学教授迈克尔·波特对此做了详细的研究，你觉得他的工作有用吗**？你能推荐其他的信息来源吗？”

回答 1：（巴菲特）

“我从未真正读过波特教授的著作，尽管我看过很多媒体对他的报道，也知道我们是以类似的方式来看待企业的。所以我无法向你推荐特定的某本书或其他研究，但我估计他写的东西对投资者而言会非常有用。而且我最近刚看到一些对他的评论，**他提出的可持续竞争优势才是一个企业的核心——我能告诉你们的是，这正是我们所认为的。如果你每年评估一家企业，你想问自己的第一个问题应该是：企业的竞争优势是否更加强大、更具有持续性，这比某个特定年份企业的盈亏情况重要得多**。所以我建议你们要多读你们认为有用的东西。

实际上，**评估企业最好的方法，是去研究已经成功的企业家，并问问自己他们是如何成功的、为什么成功的**。”

PS：

麦克·波特（Michael Porter），竞争战略之父。

我上学期间背过最多的战略理论，就是他搞出来的。因为以前不懂战略，高级业绩管理这一科，我硬是考了几回才过。

现代商业分析领域，战略分析的基石由他构建核，核心理论有四个：

- 波特五力模型（Porter’s Five Forces）
- 三大通用战略（Porter’s Generic Strategies）
- 价值链分析（Value Chain Analysis）
- 钻石模型（Porter’s Diamond Model）

四个理论各有用途：

五力模型，解决**“在哪里竞争”**的问题。（行业选择）

通用战略，解决**“如何竞争”**的问题。（竞争策略）

价值链，解决**“优势来源”**的问题。（内部运营）

钻石模型，解决**“凭啥在这”**的问题。（国家/区域）

五力模型，帮你选赛道，看行业好坏；通用战略，帮你定打法，看路线选择；价值链，帮你练内功，挖运营细节；钻石模型，算风水，看区域环境。

以前不懂战略时，觉得理论太虚无缥缈。现在自己研究公司，发现大部分的思考切入点，都源自于模型中的观点，所以还是有必要多解释一点理论知识，特别是五力模型和三大通用战略，相当实用。

波特五力模型（Porter's Five Forces）

1. 同行业内现有竞争者的竞争能力：竞争是否激烈？是否存在价格战？寡头聚集？还是行业极度分散？

2. 潜在竞争者进入的能力：行业壁垒（护城河）高不高？新玩家是否容易通过烧钱进入？资金壁垒、技术壁垒等等，比如芯片领域中，英伟达、阿斯麦。

3. 替代产品的替代能力：是否存在降维打击的技术或产品？例如，流媒体之于 DVD；iPhone 之于塞班手机。

4. 供应商的讨价还价能力：供应商是否垄断？转换成本是否高昂？或者供应商要依靠企业生存？例如，美的、格力、比亚迪这类对供应商议价能力极强的企业，应付账款的周转天数是负数。

5. 购买者的讨价还价能力：客户是否有很强的话语权？是否容易流失？产品力弱、没有差异化、容易被替代的商品，很容易因价格战而丢失客户；相反，差异化强、无可替代的商品，因客户找不到其他相同商品，只能选择继续购买，公司相当于掌握了定价权。

当你分析一家公司时，五力模型可以帮你快速判断，公司所处行业的环境好坏，以及护城河的深浅。

三大通用战略（Porter’s Generic Strategies）

“Don’t Stuck in the Middle.”/“切勿高不成，低不就。”

这是我理解最深的一句话，也是波特对战略定位最精准的一个解释。企业常见的三种竞争优势路径为：

- **成本领先（Cost Leadership）**：在行业中以低成本取胜，核心是规模优势、成本控制。典型代表：开市客，沃尔玛。
- **差异化战（Differentiation）**：提供其他竞争对手无法制造的产品或服务，从而获得溢价和定价权。典型代表：苹果，爱马仕，茅台。
- **专一化（Focus）**：主攻某个特定的细分市场（特定人群或特定地域），并在该细分领域内实现成本领先或差异化。典型代表：法拉利、直觉外科。

总结为一点，**任何一家公司最后都需要走“差异化”**。

若一家公司，既想做高端差异化，又想打价格战，往往会陷入困境。“Don’t Stuck in the Middle”这句话，可以帮助你快速判断，管理层的战略是否清晰。

最好的产品，就是最好的产品；成本便宜，就是成本便宜。不存在制造成本便宜，产品高端优质的东西，品牌溢价除外。中国有句老话，“便宜无好货”，可以帮你省去很多判断产品的烦恼。

成本领先，核心是规模。若规模能始终维持第一，成本就能控制下去；若规模丢失，规模经济下的成本优势就会瓦解。

在差异化思维中，要么只有你制造的产品最好，要么你解决了一个只有你能解决好的问题。归根结底，客户要么只能选你，要么想到买某种产品时，第一个想到的还是你。

差异化的理解，我推荐大家直接看大道对差异化的解读，从做产品的企业家口中说出来，感受完全不一样。

巴菲特和芒格认为，波特提出的可持续竞争优势，就是他们思考的东西，也就是如何加强护城河。两个老大哥是投资实战派，波特是理论教授派。但对我们来说，都一样，哪个好理解，就学哪个。

只是实战派肯定更务实，所以巴菲特推荐：“评估企业最好的方法，是去研究已经成功的企业家，并问问自己他们是如何成功的、为什么成功的。”

所以，巴菲特和芒格给了几个实际的公司例子。

回答 2：（巴菲特和芒格）

巴菲特：“**剃须刀**是个利润很高的产品，而且未来 100 年内对它的需求不会有任何减少。为何这个行业没有新的进入者呢？那些剃须刀企业有什么样的护城河？如果你的企业很挣钱，通常很多人会想进入这个行业。如果你在镇上有一家服装店并经营得不错，有人会在你的隔壁开另一家服装店。**剃须刀行业是个全球性的行业，未来的需求没有任何问题，但人们并没加入新的竞争。所以我们也喜欢以这种方式问自己**。

为何**州立农业保险公**司 State Farm，面对拥有众多代理和雄厚资本的许多竞争对手，仍能取得巨大的成功？乔治·迈哈尔只是伊利诺斯州的一位退休农场主，在他 40 多岁时创立了该公司，挑战了资本主义的戒律。这个公司没有发行股票，更没有股票期权，没有巨额回报，有点像半社会主义企业。**他的成就之一是从那些早已创业的竞争对手那里夺取了 25%的市场份额**。我们相信你们应该研究这种成功企业。

你们也应该研究**内布拉斯加家具商城这种企业——B 夫人**拿出 500 美元创业，使之成为**全世界最大的家具商城**。这类企业有其成功之道，**什么因素促使他们如此成功以及形成强大的竞争优势呢？这才是投资的关键**。如果你能发现成功的关键——特别在其他人没有发现时——你就发现了金矿。我们关注的焦点就在于此。查理？

芒格：“是的，**每一家企业都试图把今年的成功转化为明年更大的成功**。从今年开始，他们在各个方面都充分利用了自己的优势，试图让明年变得更好。**微软**就是这么做的，年复一年，年复一年，它碰巧大获全胜。而且很难看出为什么微软是有罪的——至少对我来说，**因为他们一直在努力改进产品，使明年的业务地位比去年更稳固**。(掌声)如果这是一种罪过，我希望伯克希尔的每个子公司都是罪人。”(笑声)

PS：

四类公司举例：

- 剃须刀（吉列）
- 保险（州立农业保险公司）
- 零售（内布拉斯加家具商城）
- 软件（微软）

听听巴菲特和芒格，给我们的具体思考建议是什么。

剃须刀

产品利润高，未来 100 年需求稳定，但资本是嗜血的，嗅到这么高的利润，为何没涌入更多新的进入者？不管你做什么事，只要能挣钱，必然会有人来抢，那么保护这家公司的护城河，到底是什么？

常问自己这些问题。或者，还有一种方法，也是问自己，若给你同样的资源，你能打败或抢走这门生意吗？

州立农业保险公司

在保险这种财力雄厚的行业中，一位 40 多岁的退休农场主，如何战胜资本，从竞对手中抢走 25%的市场份额？

听起来都觉得不可思议，若发生在现实中，就是最佳学习案例。

内布拉斯加家具商城

巴菲特常年念叨的 B 夫人，500 美元创业，创办全球最大的家具商城。她是如何做到的？为啥能一直维持到现在？

微软

所有企业都想把今年的成功，一直延续下去，但是不是每家企业都能做到这一点？今年做到，明年一定还能做到吗？最近的洋河股份，又成为一个活生生的例子。

难得遇见芒格举例，关键一来还是微软。他称赞微软一直改进产品，让业务地位越来越牢固，市场份额越来越固定。

以上的理论和案例，读懂很容易。但在理解背后，我认为还有一个更深的点，品质。

.....

今天就这些了。

巴菲特再解释，投资不是比谁做得更难

主题丨市场波动、风险与投资心理

原发布日期丨2026.01.29　　作者丨年报其语

难道巴菲特和芒格，真的完全不懂科技股？

我之所以更喜欢看股东大会现场问答，就是因为很多股东想问的问题，和我们心里想问的是一样的。

.....

伯克希尔 2000 年股东大会问答环节，**股东提问：**

“说到这些科技股，你说你不了解它们。**但我不能想象你真的不理解它们？**”

回答 1：（巴菲特）

巴菲特：**“哦，我们了解它的产品，我们了解它对人们的影响。我们只是不知道 10 年后的它是什么状况**。我的意思是，你可以理解所有的品类——你可以理解钢铁、你可以理解房屋建筑。但如果你看着一个房屋建筑商，试着想想它在 5 年或 10 年后会变成什么样子，它的经济效益会如何，那是另一个问题。我想说的是，**这不仅仅是要理解它的产品、理解它的渠道，还要理解 10 年后它会如何**——这是我们所考虑的。”

PS：

这个问题确实有意思，巴菲特和芒格知道科技公司的现状，产品、影响都明白，他们口中的“不懂”，和估值有关系。巴菲特和芒格，考虑的是未来现金流折现，选择折现率并不难，难的是未来现金流预测，时间越长，不确定性越高。科技股很难判断 10 年后会怎样，因为发展太快了，就像 3 年前，谁会知道 ChatGPT 的发布，会将 AI 推到今天的高度？

巴菲特称：“我们只是不知道 10 年后的它是什么状况。”指的是我们无法判断，科技公司未来 10 年及以后的现金流状况。缺少这个条件，现金流折现就不成立，连一个大概的毛估估范围都拿不准。

这个问题放在 AI 领域也一样，大家想想看，三年前没有 AI 是什么样，三年后的今天又是什么样？至少我可以说，AI 改变了我的所有工作方式，和三年前完全不一样。除必要的阅读、写作、剪辑外，我几乎所有的工作都是由 AI 辅助。

如何更聪明、有效地使用 AI，成了我现在的必修课。很多人怕被 AI 替代，这个不需要怕，因为必然被替代，但也不至于说无法解决，既然明知道打不过，那你就直接加入。

会用 AI 的人，能明白这句话的含义。

看文章的人，是深度文字爱好者，且常年看微信公众号，不然你们也不会搜到我的文章。要知道文字阅读，是一定比看视频，更能让人思考。AI 是建立在语言大模型上，核心是处理和生成文字，以此实现人机建联和交互。即便是视频，也是先有脚本，后有视频，本质还是文字。

语言和文字本身，是我理解的未来。未来的我们，将以文字留存，以文字延续。只不过，几千年前靠人工保存，而未来靠 AI 生成。

从简单提示词，到提示词工程，到“元”提示词，再到 Agent Skill 封装 Workflow，个人使用 AI 的进化方式，是一年不到就有变化。如果你不选择跟上，3 年后是真的说不准。

但我们能知道，AI 在 10 年后会怎样吗？

我肯定不知道，我只能判断 AI 将会变得很可怕，不会使用 AI 的人将会被无情淘汰。说到底，我们理解 AI 这个产品，既能使用，也了解它的应用范围，但你能说你理解 AI 在 10 年后创造的现金流？怕是有点难度。

当然，这只是我作为一个不懂技术，普通 AI 使用者的感受。懂技术的，肯定比我了解的更多。所以如果你更懂，买科技股没任何问题。投资本身没有任何好坏之分，全看你能理解什么。

显然，这位股东还是不相信巴菲特说的话，他继续追问道：“我理解，我并不是在要求你去投资科技股，我很高兴你没有，否则在过去的几个月里，我可能会出现心脏病。**所以你的预测是你不会试图去理解科技股。你认为它的未来是不可理解的吗？是这样吗？**”

回答 2：（巴菲特）

巴菲特：“**我看到的每一家企业，我都会思考它的经济特征。这是我的天性，这是也查理的本性。任何其他人向我谈起一家企业，我都会思考它的商业逻辑。**实际上，当安迪·格罗夫和鲍勃·诺伊斯（英特尔创始人）在 1968 年、1969 年开始创立英特尔时，我就认识诺伊斯了。**所以，并非我们不去尝试理解科技股，只是我们无法理解科技企业，我们看不清它们的未来。对我们来说，有许多事情超出了我们的理解范围。**

股东：“你认为没人可以真正理解未来 10 年科技企业的发展前景？”

巴菲特：“是的。巧合的是，我的朋友比尔·盖茨也这么说。实际上，鲍勃·诺伊斯或者安迪·格罗夫也会这么认为的。我与安迪·格罗夫曾作过长时间的交谈，他们不会愿意就你选出的 10 家科技企业未来 10 年的发展前景写下书面的预测。他们会说，这太难了。”

PS：

思考每一家企业的商业逻辑和经济特征，是为了最后估值。巴菲特说，他们并非不尝试理解科技股，只是看不清未来。这句话，芒格在之前的股东大会上，说过一模一样的话。

我相信，所有人都会说：“科技是未来。”

这一点没错，只是我们没有能力和把握，去判断科技在未来的具体模样，这是最难、也最不现实的。你只能顺应、适应、感受，毕竟改变世界，只有极个别人能做到的。作为普通投资者，科技的未来故事，我们只能选择相信和不相信。

如果你觉得太难，放弃也未尝不是一个更好的选择。

就像巴菲特说的：“投资者应该记住，他们的记分牌不是按照奥运会跳水比赛的方法计算的。”

投资，不是比谁做得更难。在跳水比赛中，难度系数越高，得分上限越高；但在投资中，难度并不加分。

投资，不需要高难度动作。做简单的事和做难的事，只要结果一样、收益一样，简单甚至会更安全。

“真正伟大的投资理念，通常用短短一段话就能解释清楚。”

……

今天就这些了。

如何把“低成本”做到极致？巴菲特解读 GEICO 的竞争优势和运营哲学

主题丨企业生意模式与竞争优势

原发布日期丨2026.02.01　　作者丨年报其语

2000 年股东大会，巴菲特以 GEICO 为例解释了，如何解读公司的竞争优势。

.....

伯克希尔 2000 年股东大会问答环节，**股东提问：**

“巴菲特先生和芒格先生。我叫 WillObendorf。我来自加州旧金山，今年 11 岁。我在伯克希尔·哈撒韦公司做了六年的股东。我的问题是，**GEICO 的可持续竞争优势是什么**？我的另一个问题是，**互联网对汽车保险行业的定价有什么影响**？”

回答 1：（巴菲特）

巴菲特：“我们会把你的名字寄给人力关系部门，或者其他什么部门。我们想雇用你。（笑声）

GEICO 的可持续竞争优势是，成为提供优质保险服务的低成本生产商。市场中有很多公司提供良好的服务。因此，这并不能将我们与众多竞争对手区分开来，拥有低成本是至关重要的。有些公司专门针对特定群体的投保人推出产品，但有些较小的群体，如 USAA，则拥有非常好的成本率。因此，在他们所专注的领域，他们与我们的竞争非常非常激烈。**在洛杉矶有另一家公司，叫 21 世纪保险，它的成本率和我们的一样。所以他们在那个地理区域内极具竞争力**。我认为在全国范围内没有其他公司经营的比我们更好。不过，我们不在马萨诸塞州或新泽西州开展业务。但在其他 48 个州，我们可以为每个人提供报价。

对于一个经营范围广泛的保险公司——特别是汽车保险，我们的竞争优势必须是低成本。现在，**我们也必须像其他人一样善于区分不同类型的司机所带来的风险**。换句话说，**我们必须能够选择那些比平均水平更好的驾驶员**。我们必须了解谁有可能是低于平均风险水平的驾驶员。**而能够做到这一点，将这些人区分开来，将是一种竞争优势**。我认为许多公司在这一点上基本趋于平等。因此，**成本率的确是竞争的关键。我们非常关心成本，就像查理提到的好市多公司在零售方面的做法一样。好市多计算出他们的费用比率为百分之零点一**。这很重要。这就是竞争优势。如果可能的话，我们必须维持并扩大这个竞争优势。”

PS：

巴菲特用 GEICO 的案例解释了，服务好和低成本作为竞争优势的特别之处。

我们如何理解“服务好，成本低”？

成本低

成本低，有两个意思：毛利率和价格战。

第一个意思，毛利率要高。站在生意角度，最好的生意是一本万利，不需要啥成本，就有很高的利润。这类生意表现为，在跨行业或同行业中，拥有最高的毛利率。

作为普通投资者，选择公司基本面时，尽量选择毛利率高的公司。高毛利率，是一道天然安全边际，毛利率越高，公司利润空间越大，挣钱能力越强，未来估值空间更大。

毛利率多高算高？在我看过的公司中，有一个平均数，**60%**。

假如是资本支出极低的轻资产类公司，毛利率通常要 50%-60%起步，才能算作毛利率高。若是商业模式更好的公司，毛利率更是要往 80%以上奔。这个毛利率数字不分市场，A 股、港股、美股、国际股都一样。

我随机举一些例子大家做参考，茅台（92%）、长江电力（59%）、腾讯（53%）、可口可乐（61%）、农夫山泉（58%）、苹果服务（75%）、爱马仕（70%）等等。

假如是资本支出更高的资本投入型公司，毛利率也要在 30%以上起步，才能算作毛利率高。若商业模式更好，毛利率有机会往 40%、甚至 50%靠近。这个毛利率数字也不分市场，A 股、港股、美股、国际股都一样。

比如，中国海油（54%）、中国神华（34%）、格力（30%）、美的（26%）、苹果硬件（37%）等等。

任何东西都有两面。毛利率高，盈利能力强，说明公司竞争优势更强，估值自然越贵；但你反过来看，股价大跌（50%以上）的概率相对更小一些。公司商业模式越好，估值越贵，甚至是贵上天；公司商业模式越往后靠，估值相对会更便宜，只是不见得会很便宜。

股价涨跌，就是估值波动。除了公司产生的未来现金流外，起主导作用的是市场情绪。市场情绪起伏越剧烈，估值和股价波动就越剧烈。若你很清楚公司未来 10 年的现金流状况，市场和股价的波动，就能被你利用。

对普通投资者来说，市场波动虽是绝佳投资机会，但不要预测市场。上周的白酒，一天涨停，一天又近跌停，谁能预测到？所以利用市场，但不要预测市场。

第二个意思，扛住价格战。任何行业到一定程度，都会演变成价格战，这是不可避免的。低成本，就是公司提前准备好的护城河。

同样的产品或服务，消费者永远会选择价格更低的那一个。但对制造商来说，谁的成本低，谁可以让步的利润空间就更大，谁留住客户的概率就越大，只是成本不会无限制的降低。

近几年的新能源汽车和电池，就是一个例子。

宁德时代，毛利率从 36%，降至现在的 24%。特斯拉，毛利率从 26%降至现在的 18%。作为电池和电车龙头，两家公司面临的竞争对手围剿，都是一样的。

不可避免地价格战，除了不断清洗尾部公司，就是让头部公司的毛利一降再降。打江山容易，守江山难。

既然成本低是一项竞争优势，但低成本又无法永久维持，权衡两者的其他东西是啥？那就是产品质量。

服务好

前几天，我们刚好聊了麦克·波特的竞争战略，在波特的三大通用战略中提到，企业常见的竞争优势路径有三条：

- 成本领先（Cost Leadership）
- 差异化战（Differentiation）
- 专一化（Focus）

除了前面提到的低成本外，公司另一个最大的利润保护伞，就是差异化。一些处在利基/小众市场的公司，特定细分领域的差异化，更是重中之重。

相同的产品，你我比拼的，是谁的成本更低。低成本的优势，体现在利润空间更大，一旦拼起来，生存的概率越大，这是价格战。但反过来说，为什么一定要打价格战？为什么一定要降价？涨价不好吗？

不是不涨，是能不能涨。

产品质量好、服务好，竞争对手无法模仿、无法替代，定价权在你的手中，涨不涨价，涨多少，都由你说了算，这固然好。但谁能保证自己的产品，100%不被替代或模仿？这又使得压缩成本，保护潜在利润空间，成了一件必做的事情。如果乔布斯让苹果变得无可替代，那么库克让苹果拥有了供应链上的绝对优势。

GEICO 和保险业的竞争优势

巴菲特说，GEICO 的可持续竞争优势，是成为优质服务和低成本供应商。但市场中很多公司，同样提供了优质服务。也就是说，差异化在汽车保险业务上，并没有绝对的差异化；低成本，成为了最重要的一件事。

他继续举例说，一家名为“21 世纪保险”的汽车保险公司，和 GEICO 拥有同样的低成本优势，所以在其经营的区域范围内，竞争优势极大，连 GEICO 也无法轻易撬动其客户。

这就是在细分领域，将差异化和低成本做到极致的例子，你想抢也抢不到。但在全国其他地方，不见得其他汽车保险公司，也能做到如此，所以 GEICO 在全国范围内的业务更好。

保险业务的利润来源，是客户数量和保费的增加。巴菲特在前面回答中提过，通货膨胀是个好东西。当客户数量触及天花板时，保费涨价，是维持利润空间的首选，一般来说可以按照通货膨胀率缓慢提升，并最终由消费者承担。

另一方面，低成本的作用就体现出来了。关键有两点，维持价格和利润空间。若害怕丢失客户，那就延缓涨价时间或幅度，低成本可以支撑一段时间；若想在价格不变的前提下，保护利润空间，那就要想办法继续降低成本。

巴菲特怎么解释汽车保险业务的低成本？

汽车保险成本，归根结底是车祸的赔付，投保人是司机。要降低车祸赔付的概率，不是降低车祸率，而是找到更好的驾驶员。

用他的话来说，找到比平均水平更好的驾驶员，出车祸的概率就越小，就能降低车祸赔付额度，GEICO 的成本便能降低。而如何区分这些驾驶员，便成了关键，这就是低成本竞争优势的体现。

顺便提一嘴，这和前几天提到的联合健康公司（UNH）一样。联合健康是医疗保险公司，主要成本就是 MCR（医疗成本）。近三年，联合健康的医疗成本增加了 6 个百分点，吞噬掉一半的利润和现金流，这是联合健康估值腰斩最重要的原因。

通过对比可以发现，无论是汽车保险，还是医疗保险，低成本都是利润的绝对护城河。既然这就是竞争优势，如果可能的话，我们自然必须维持并扩大这个竞争优势。

回答 2：（巴菲特）

巴菲特：“关于互联网的问题，刚才已经说过，这将是非常重要的。显然，这对 GEICO 来说已经很重要了。并且它将变得越来越重要。**互联网对保险业很重要。因为当你有了互联网，你就会出现这样一种情况：有人想要为一辆车投保，他可以点击到一个网址，去找到那个对应的费率是多少。人们可以点击到别的地方去看看费率是多少**。实际上，他们可以到处购物，而不用从一个地方到另一个地方，不用开车在城里到处跑，也不用给很多中介打电话。他们可以在他们的家里做这件事。这使得我们成为低成本公司变得非常重要。

我认为，随着时间的推移，互联网也将是我们的一个优势。一方面，我认为它使品牌非常重要。因为我们认为，人们总是把 GEICO 放在选择范围中。如果你有一个没人听说过的 XYZ 公司，没人会想要点击它。GEICO 的品牌已经为全国人民所熟知，我们花了很多钱让它变得更加熟悉。你问了两个很好的问题。我认为我们在这两个方面都做得很好。谢谢你！”

PS：

简单说，互联网让产品和服务的定价更透明，消费者更容易比对价格。保险公司的竞争优势，更加集中到**低成本**和**品牌**上。

低成本的竞争优势，前面已经解释过了。

品牌，在巴菲特的解释中，指的是“心智份额”。即当人们选择汽车保险时，总会在第一时间先想到 GEICO。而互联网的到来，能让 GEICO 更好的宣传自己，让更多人记住 GEICO 这个品牌，从而加深心智份额。

今天就这些了。

2001

如何读懂巴菲特？从 2001 年的 1 场问答开始，重塑你的“成长观”

主题丨能力圈、阅读与长期学习

原发布日期丨2026.02.02　　作者丨年报其语

时隔一年后，2001 年股东大会，巴菲特再次解释：什么是成长？什么是价值？

. . . . . .

伯克希尔 2001 年股东大会问答环节，**股东提问：**

“早上好。来自内布拉斯加州滑铁卢的 MoSpence。你经常说价值和成长是一枚硬币的两面。你能详细说明一下吗？**你更喜欢低价出售的成长型公司，还是成长前景温和甚至更好的价值型公司？**”

回答 1：（芒格）

芒格：“我认为公平地说，伯克希尔公司总部的员工人数非常有限，而且都很老了(笑声)，**我们特别倾向于那些不需要管理层再次精明的在业务中投入大笔资金的企业**。

换句话说，**如果我们以合理的价格收购那些由好管理层经营的好公司，那么你们这些人很有可能在没有总部更多管理的情况下，让我们繁荣几十年。你可以说，在某种意义上，这就是成长型股票投资。**”

PS：

我们用芒格的回答，开始今天的**“成长，还是价值”**的讨论。

芒格给出他心目中，“成长型股票”的样子：

- 不需要再投入大量资本金
- 合理价格收购后，公司继续繁荣几十年

芒格对“成长”的定义，与巴菲特对“好生意”的定义相同，巴菲特怎么定义“好生意”？

- 毛利率高
- 资本支出少，或不需要
- 有定价权

他俩想要的东西是一样的：花 100 块钱，买下值 300 块的生意，然后在接下来的 10 年、20 年、甚至 30 年的时间里，这笔生意每年产生 10 块、20 块、30 块. . . . . 100 块. . . . . 200 块钱的现金流；而且每一年不需要再怎么投钱，利润空间被压缩了可以涨价弥补，消费者愿意一遍又一遍的购买，每次想到这个产品，总会第一时间想到这家公司或品牌。

这就是“成长”。

帮大家总结核心三点：

- 10 年、20 年后，公司每年给你挣的现金，超过你当初的买价（增长的现金流）
- 把 10 年、20 年的未来现金流折现（内在价值）
- 内在价值和现在的市场价格做对比，是否满足“100 块，买 300 块的生意”（安全边际）

如果要再补充一个内容，那就是：买入前，认真思考公司的竞争优势，能否维持 10 年、20 年、甚至更久，这是以上三个条件的前提。

所以，我们到底在追寻什么？

“100 块，买值 300 块的生意；10 年 ，20 年后，每年至少到手 100 块。”

这是我在读完伯克希尔 7 年股东大会问答后，心里总结的唯一要点。

我确信，这是我自己在找的东西。

回答 2：（巴菲特）

巴菲特：“实际上我认为你可能误解了我的意思。**但我真的说过，成长和价值是不可区分的。它们都是同一个等式中的一部分**。或者说，**成长是价值等式的一部分**。因此，**我们的立场是，不存在成长型股票或价值型股票**。但华尔街通常将它们描述为两种截然不同的资产类别。

通常来说，成长对价值是积极的。但只有当它能通过现在增加资本、以一个比当前利率高得多的速度、在未来可以增加更多的现金可用性的时候，成长对价值才是积极的。”

PS：

巴菲特在 2000 年刚刚回答过，成长和价值的区别，文章的传送门放这儿： **价值，还是成长？**。

成长，的确是价值中的一部分。

如果还不理解，去看看这篇 2000 年股东大会问答，巴菲特详细的举例解释，什么是价值。

回答 3：（巴菲特）

巴菲特：“我们会考虑我们将购买的任何企业，我们会想未来会发生什么，会产生多少现金，或者投入多少现金。比如我在飞安公司提到的，我们今年将购买价值 2 亿美元的模拟器。我们的折旧可能在 7000 万美元左右。我们将在折旧基础上另外投入 1.3 亿美元到这个业务中。这可能是好事，也可能是坏事。它是成长型企业。这是毫无疑问的。年底我们会有更多的模拟器。但这是好是坏，取决于我们在这段时间里增加的 1.3 亿美元收入。

所以如果你告诉我，你的公司将会发展到天上去不是更好吗？我不知道答案。但这到底好不好，要直到我知道增长带来的经济意义是什么才能知道，**也就是今天你要投入多少，以后你会从今天的投入中收获多少**。

最典型的例子就是航空业。自奥维尔·莱特(OrvilleWright)小鹰号起飞以来，航空业一直在增长。但这种增长是最糟糕的事情，但这对美国大众来说是件好事。但增长一直是航空业的祸根，因为越来越多的资本投入了该行业，但回报却不足。而今天喜诗糖果的增长非常好，因为销售更多的糖果只需要相对较少的新增投资。

成长，我在一些年度报告中讨论过成长是等式的一部分，但是任何人告诉你，**“你应该把钱投在成长型股票或价值型股票上”，这些人都是不懂投资的**。除此之外，他们都是很棒的人(笑声)。查理？”

PS：

又是航空业，又是喜诗糖果，对好生意的阐述，源自一个基本公式：

自由现金流 = 经营活动现金流量净额 - 资本支出

任何一家公司都一样，唯一的区别在于：

- 无法产生足够的经营现金流
- 资本支出基本等于产生的经营现金流

满足以上任何一条，都意味着无法挣钱。虽然简单，但事实如此，你们可以据此检查一下自己的持仓标的。

我们的目标是，花 100 元买的生意，10 年后到手 100 元的自由现金流。但如果公司连最基本的自由现金流都产生不了，何谈未来？又或者，明明公司挣了 100 元，但为了维持自己的摊位，挣的 100 元立刻就要花完，结果是一来一回，还是归零，什么都没捞着。

航空业的例子，就是后者。

巴菲特在 1998 年的股东大会，也专门解释过，传送门在这儿： **为什么巴菲特说航空公司是个烂生意？看懂这 1 条疯狂花钱的逻辑，避开本金归零的陷阱。**

读懂**“生意”**和**“现金流”**，巴菲特回答的最后一句话，你自然也就理解了：

“如果你从 1965 年开始就要求华尔街将伯克希尔公司按年分类，这是成长型公司还是价值型公司，是成长型股票还是价值型股票，谁知道他们会怎么说。但是，**真正的问题是，我们现在试图投入资本来获得更多的资本，我们现在试图投入现金来获得更多的现金。如果你这样做，生意显然会增长。你可以称之为价值，也可以称之为成长，但它们不是两个不同的类别**。当我听到人们说“现在是时候从成长型股票转向价值型股票了”之类的话时，我就会退缩，因为这根本说不通。”

. . . . . .

今天就这些了。

如何理解“买股票就是买生意”？把这 1 个概念吃透，你就超过了 80%的股民

主题丨企业生意模式与竞争优势

原发布日期丨2026.02.03　　作者丨年报其语

利用个人优势，构建低成本、高毛利的“现金流系统”来制造子弹，坚持“100 元买 300 元好生意”的简单逻辑，这就是普通人的财富雪球。

.....

伯克希尔 2001 年股东大会问答环节，**股东提问：**

“Frank Gurvich，来自多伦多，安大略。我的问题和伯克希尔的未来有关。1994 年，美国公共广播公司(PBS)在弗拉格勒商学院(Flagler Business School)对你进行了视频采访。我相信你说过伯克希尔不是一家保险公司。现在情况似乎不太一样了，我想保险公司的收购将为杰斯曼(Johns Mansvilles)和中美能源未来的发展提供资金支持和稳定。**但我希望你和查理能给我们描述一个未来的展望，比如说，20 年后，伯克希尔会有什么不同？并且从现在的情况来看，伯克希尔是否还有一些不那么明显的问题，需要解决？**感谢你们在过去的一年中为我们所做的一切。”

回答 1：（巴菲特）

巴菲特：“我不记得是不是在 1980 年的年度报告中，**但至少在 20 年前，我们说过我们认为保险将是我们最重要的业务，我们不知道它会变得如此重要。但我们一直认为，保险可能是我们最大的业务。**现在，它还不是我们就业人数最多的业务，但它是我们收入最高的业务。我们希望随着时间的推移，它会变得更大。虽然我们已经拥有的业务会自然增长，但我们还没有想明白怎么让保险业务做得更大的实际方法和路径。

但我们会继续收购。有时候，几年之后，我们会进行一次大的收购，也可能几年后我们会进行一些小的收购。我们会做任何事情。我的意思是，如果会议结束后有一通电话，并且电话背后能带来一个有趣的收购，那它就会完成。我们没有一个收购的战略规划。查理和我不会坐在一起制定战略，或者讨论各种行业的未来，或者做任何类似的事情。我们不这么做。我们没有任何研究报告、我们没有员工负责……我们没有这些。

我们试着看在这个领域我们能够得到什么。我们试着去寻找我们理解的东西。只要我们认为他们有持久的竞争优势、我们喜欢他们的管理，并且价格合理。比如，两三年前我们根本不知道，我们会成为世界上最大的宽幅地毯公司 shaw 工业 87%股份的所有者。

我们只是不计划这些事情。但我可以笼统地告诉你，20 年左右以后，我们将拥有更多的企业。我认为 20 年后保险业务对我们来说肯定会比现在更重要、规模可能更大，我认为这也可能是我们最大的业务。但这种情况也可能会改变。比如，我们明天就可以做一笔 150-200 亿美元的交易，那我们就会在这个行业已经有很大的规模。

我们现在没有比 1965 年我们买下纺织厂时更多的战略规划。我是说，我们的纺织生意很糟糕，但我买的时候并没有意识到它有多糟糕。但你知道，我们必须开始尝试以明智的方式配置资金。**而从我 11 岁开始，我就一直在投入资金。我的意思是，投资是我们的事业，我们享受它**。我们会有投资机会，但你的公司规模越大，那你得到的机会就越少。查理？”

芒格：“我认为几乎可以肯定的是，从现在开始的 20 年里，伯克希尔的每一股背后都将有更多的实力和价值。我还认为，并且绝对可以肯定的是，伯克希尔每年的进步百分比将远远低于过去。”

PS：

巴菲特在之前年度的股东大会上，专门解释过：“伯克希尔，是一个生意收集家。”（Collection of Business）

“我们会继续并购。”巴菲特继续说道。

我的理解，这句话已概括巴菲特和芒格的全部想法。若你信奉“买股票，就是公司”，“并购和持股”便等同于“全部买和只买一部分股票”，两者没有任何区别。

具体怎么做？

昨天的文章中，总结过一句话：**“100 块，买值 300 块的生意；10 年 ，20 年后，每年至少到手 100 块。”**

巴菲特和芒格就是这么干的，尝试在不同的领域寻找，尝试寻找能理解的东西，理解公司为什么具备持续的竞争优势，有优秀的人员在管理，用合理的价格买入并持有。

这个过程需要计划吗？

完全不需要。因为你根本不知道，明天你会在哪个领域撞见机会。就好比，你无法预测明天的股市会涨会跌，哪家巨头会遭遇黑天鹅，谁谁谁的股价又腰斩了。

所以巴菲特说，没有计划。但他的确可以笼统地告诉你，20 年左右以后，他们会拥有更多的企业。放在我们自己身上，如果你也是在寻求合理价格持有好公司股票，结果是一样的。

唯一的区别是，他们的子弹比你多。

“我们认为保险将是我们最重要的业务。”巴菲特承认，因为保险可以为他们提供源源不断的子弹。也许一些人会觉得，自己没有这样持续供应的大量资金，就没办法滚雪球。但我自己的体会，不是这样的。

因为子弹和能力，缺一不可。

巴菲特 11 岁买了第一支股票，开启资本配置的游戏，试问我们当中有几个人可以做到这样？极少部分的人，可能 18-20 岁前后开始；绝大部分的人会在 20 多到 30 岁开始；我是最晚的那一批，30 好几才意识到投资的重要性，之后才开始读年报研究公司。

不过，投资能力可以培养，在时间上不是问题。两三年内完全可以弥补，这个我已经试过了，算是得到了答案；而有天赋的人，也许一年就够了，时间的长短全看个人，但总归能弥补。

真正难的是资金问题。

在资金落后的情况下，如何开局？普通人如何续子弹？这个问题的答案，芒格已经明确给出——省吃俭用的存钱。听起来简单，做起来难。若你工作好、工资高、且稳定，省吃俭用存钱问题不大；但若你有房贷、有娃，可能要另当别论，这两个可以是无底洞。

普通投资者的资金问题，归根结底是扣除家庭用度后，自由现金流过少。这和企业创造自由现金流是一个道理：经营活动现金流（工资），扣除资本支出（房贷和供娃）后，剩余的自由现金流太少。最绝望的是变成航空业，自由现金流在这几年可能还是负数。

所以在解决投资能力的同时，最重要的是解决“创造现金流”的能力。

我尝试的方法是：你必须要用你自己的强项，打造一个只有你理解的，自动创造现金流的方式。工资肯定是不算的，因为一旦遭遇优化，一切可能归零，除非你年薪 30-50 万以上，几年下来会有些积蓄傍身，否则你还是可能会回到同一起跑线。

若你擅长做生意，把做生意当成是，你在研究别家公司的商业模式；若你有自己的副业，尝试把副业规模做大。总之就是找到你能变现的点，像研究公司商业模式那样，把你自己做大，最关键是要做出“持续的现金流”。“持续的现金流”靠的是一个系统，内核有四样：

- 你的最大优势
- 转化为产品和服务
- 找到你适应的销售渠道和客户
- 提升单位现金流和资金回笼速度

打个比方，假如你擅长画画和设计，你能否将你画的作品，制作成一个可以售卖的创意产品？我喜欢历史，前段时间买了一幅挂画，名字叫《5000 年中西方历史平行时空图》，知识点心局出品，36.25 元。

不是广告哈，真的是打个比方。

画画和设计是你的优势，《5000 年中西方历史平行时空图》是你制作的产品，自媒体是你的销售渠道和客户来源，每幅画的单位现金流是 36.25 元，15-30 天资金回笼。

一个简单的“持续现金流”，就完成了。因为创意和印刷的成本很低，毛利率高，资本支出较低，也不需要额外投入，缺点是竞争残酷，不一定卖得出去。但作为个人现金流的开端，这是一个好的参考例子。

这样的例子很多，全看你“如何看待自己的强项”。

能够做大做强当然更好，投不投资已经无所谓。但个人生意，全部都有天花板，积累到一定程度后，要么做新的项目，要么就是用积累的原始资金做投资。

刚开始也许不多，哪怕就是只买几万块钱，但一家好公司能够带给你的，是在 10 多年后，让你每年到手的现金股利，超过你当初投它的金额。在中间的 10 多年时间里，你只需要做相同的事情即可——创造现金流，收集更多好公司。理论和实践有差距，因每个人对这个事的认识和深度而不同。

但这条路，是正确的。

做正确的事，方向对了后，不要犹豫，坚定的做下去就好。每个人命中都有属于自己的财富，就像来到这个世界的每个小朋友，都自带干粮一样。

找到属于你自己的那件“正确的事”，好好坚持下去，也许过程很难，但结果会很好。

. . . . . .

今天就这些了。

巴菲特亲述，小资金如何赚取 50%+的收益率（2001 年股东大会现场问答）

主题丨投资决策、机会成本与组合选择

原发布日期丨2026.02.04　　作者丨年报其语

“如果你今天投资一小笔钱，你会用哪种方法？”

今天的问答，是小资金投资者，最想知道的答案。

……

伯克希尔 2001 年股东大会问答环节，**股东提问：**

“早上好，巴菲特先生和芒格先生。我是来自马萨诸塞州丹弗斯的 MichaelZenga。巴菲特先生，当我上周在吉列的年会上遇到你时，我想问你这个问题，但我哽咽了。现在没有压力了，那我开始吧。(笑声)

从 1956 年到 1969 年，你们在投资回报率上取得了职业生涯中最好的成绩。年化回报率 29%，而道琼斯指数只有 7%。你当时的做法与现在不同。你寻找了大量被低估的股票，而不太关注有利的竞争优势，然后很快卖掉了它们。随着你的资本规模的增长，你转向购买那些被低估的优秀公司，这些公司具有良好的长期经济效益。**我的问题是，如果你今天投资一小笔钱，你会用哪种方法？”**

回答 1：（巴菲特）

巴菲特：**“我想我会用我现在所使用的方法，去寻找那些我认为相对于其未来所产生的现金流的贴现金额而言，以最低价格出售的企业**。与我现在可能的投资机会相比，**如果我的资金规模不大的话，我施展的空间将是巨大的**。你提到 1956-1969 年是我投资最好的时期。事实上，我最好的时期是在那之前。那是我在 1951 年初认识本·格雷厄姆之后不久，**在 1950-1960 年，我平均每年能达到 50%的复合回报率——我认为它们每年比道琼斯指数高出 37%。但是，当时我的钱非常非常少。当时，我可以找到大量可以投资的生意**。比如在当时，我发现有一两家我可以投入 1 万或 1.5 万美元的公司，它们非常便宜。显然，随着资金规模的增加，各种可能的投资机会开始急剧减少。在那个时代，这样做的时机也更好。”

PS：

巴菲特口述，他回报率最高的时期，是 1950-1960 年的十年间。巴菲特出生于 1930 年，11 岁（1941 年）买入第一只股票。在他 21-30 岁这段时期，年化收益率 50%，每年比道琼斯指数高出 37%。

大家想知道他到底怎么做到的，废话不多说，往下看。

当时的市场和现在肯定不一样，因为当时的市场遍地都是便宜的股票。格雷厄姆在《证券分析》中提到过，当时的市场连资产负债表都不关注，只看利润表，而利润表的数字可以随心所欲的调整，调整后失真的净利润是烂大街。

巴菲特在 1951 年认识格雷厄姆，之后拜入其门下，正式开始价值投资之路。1950-1960 年间，是巴菲特价值投资哲学的第一个 10 年，他当时用的主要方法，我猜可能有两种。

第一种，“清算价值法”，或者叫“捡烟蒂股法”。这是《证券分析》中，格雷厄姆专门写出来的操作方法，巴菲特在 1961 年致股东信中，有专门阐述完整操作过程。

第二种，买低估股票，也就是强调“安全边际”。《证券分析》中对“低估值”有专门解释。比如，选择市盈率在 10-12 倍及以下的“便宜股票”，重点看公司的现金流。

不过当时压根儿没有现金流量表，现流表在 1987 年才成为强制披露的第三大报表，另外两张是资产负债表和利润表，所以在《证券分析》中，没有正式的“自由现金流”。

但格雷厄姆的确在书中解读了“现金流”的重要性，他用投资企业的现金成本，和企业每年的账上盈利，变相解释过“现金流”和“投资回报”的概念。我理解下来的感受是，类似现金流折现的雏形，只不过是静态投资回收期，不是现在严格意义上的“折现现金流”。

巴菲特的原话是：“但是，**当时我的钱非常非常少**。当时，**我可以找到大量可以投资的生意**。比如在当时，我发现有一两家我可以投入 1 万或 1.5 万美元的公司，**它们非常便宜**。”

我是从这句话推断出他的大致方式。所以我猜测，购买低估值的股票，是巴菲特当时常用的方法之一。而且巴菲特说，“我想我会用我现在所使用的方法，去寻找那些我认为相对于其未来所产生的现金流的贴现金额而言，以最低价格出售的企业。与我现在可能的投资机会相比，如果我的资金规模不大的话，我施展的空间将是巨大的。”

这就是你们要的答案，小资金该如何操作：

“通过现金流折现（估值），寻找价格明显低估的股票，小资金因买卖灵活性，操作空间很大（可挖掘的公司更多）。”

巴菲特提到过，格雷厄姆带给他们最大的财富之一，就是教会他们估值，我现在算是有些体会到了。上述方法我赞同，我也正在尝试这么做。今天我正好看完一家公司，我顺带举例和大家分享这个思路。

A 公司，主营业务“数据通道收费”，常年保持 15%+的营收增速，客户的转换成本高、粘性强，有变相垄断的意思。

毛利率 78%+，EBITDA 利润率 45%+，资本支出率仅 3%，EBITDA 转化为自由现金流的百分比约 85%。换句话说，A 公司当前 EBITDA 为 3 亿，自由现金流就是 2.6 亿（3 亿 *85%），加上常年 15%+的营收增长率，A 公司的估值区间如下：*

30x-40x EBITDA 的高估值。以≥15%的长期高增长为前提。全年预计 EBITDA 约 3.0 到 3.1 亿，**对应的估值区间为 90-120 亿**。这是 A 公司在现有 EBITDA 下，能够给到的最高估值，公司一年前的最高估值也是 130 亿左右。

15x-20x EBITDA 的正常估值。以 5%-7%的长期平均增长率为前提。全年预计 EBITDA 约 3.0 到 3.1 亿，**对应的估值区间为 45-60 亿**。这是也是该公司现有 EBITDA 下，目前的真实市场估值。

现金流角度下的毛估估。A 公司预计每年到手 2.5-2.6 亿的自由现金流，加上 5%-7%的自然增速，**我认为估值 50 亿合理**。除非公司的主营业务遭到巨大打击，否则再往下跌至 40 亿+，我会认为已经明显低估。

低估的逻辑有 3 点：

1. EBITDA 和自由现金流稳步增长的前提下，公司的市值从 130 亿回撤至 60 亿以下。

2. 15%的高增长率在今年不再维持，降低至 11%左右。由于高增长的故事断了，30x-40x EBITDA 的高估值逻辑自然就没有了，掉回 15x-20x EBITDA 的正常估值。

3. 由于公司业务具备潜在垄断，自由现金流非常好，在 5%-7%的自然增速下，每年 2.6 亿自由现金流的毛估估也有 50 亿左右。

正是由于这家公司的业务和极好的现金流兜底，所以我最终判断公司估值出现低估信号。但由于公司市值小，大资金只买得到一点。按照巴菲特口述的早期理念，这种公司对小资金来说就是一个不错的低估标的，而且这种公司确实比头部公司多、且更容易挖掘到。

至于对不对，等一段时间之后，自然会有答案。

回答 2：（巴菲特和芒格）

巴菲特：“但我认为，**如果你可以投资的钱很少，背景也与我和查理完全一样，想法也一样，能力也一样——你知道，我认为你会挣很多钱**。但一旦你开始把钱投入到大型企业中，你预期回报的曲线就会急剧下降，这是自然而然的事情。当你开始做一些你可以投入数百万美元的投资时，你会面临很多竞争。虽然，它们看起来不像我刚开始投资的时候。**刚开始我可是一页一页地翻阅穆迪手册。当时，我可能翻阅了 2 万页的穆迪工业、交通、银行和金融手册，我翻了两遍。实际上，我看了里面每一家企业，但有一些生意我看的不仔细**。不过，这不是一个投资数千万或数亿美元实际可行的方式。**所以我想说，如果你刚开始的钱很少，而且你真的对生意感兴趣，愿意去做，你会找到机会的。**在我看来，这是毫无疑问的。我们会找到一些东西可以投资。而与我们用大量资金所能投资的公司相比，这些机会能带来非常大的回报。查理？

芒格：**“我认为这是对的。如果聪明的人不能从别人那里得到钱，同时管理的资金规模不大，也许应该在非常不知名的股票中寻找定价错误的机会**。这个世界太小了。对一个人来说，也许这是一种成功的方式，但这是一个漫长的过程。”

PS：

芒格和巴菲特的观点一致：**小资金要在更大的范围中，寻找定价错误的机会。**我觉得还有个前提，要能够估值，不会估值应该很难做到这一点。

资金小可以挣很多钱，但巴菲特说的前置条件是不是太难了？拥有与巴菲特及芒格相同的：背景、想法、能力。

？？？

除了努力提高自己和重新投胎，实在想不出其他途径。

……

今天就这些了。

为什么巴菲特劝你，别太相信“15%的高增长率”

主题丨市场波动、风险与投资心理

原发布日期丨2026.02.09　　作者丨年报其语

为什么高增长不可持续？

巴菲特告诉你，相信高增长，你就掉进了一个陷阱。

.....

伯克希尔 2001 年股东大会问答环节，**股东提问：**

“我是来自亚特兰大的 Steve Casbell，我的问题与吉列有关。**你认为他们试图以利润增长 15%以上为目标，会不会让他们陷入目前的库存问题？还有金霸电池的收购**。我知道，当时你们俩都不是这个交易的最大支持者，我只是想知道你现在的感受。”

回答 1：（巴菲特）

巴菲特：“**我认为这是一个错误**。我已经说过了。**我认为任何公司预测每年 15%的利润增长都是错误的**，但很多人都是这样。首先，除非美国经济以每年 15%的速度增长，否则任何 15%的数字最终都会追上整个美国经济，这样的预测没有意义。也很少有大公司能做到 15%的年化收益增长，这是不可能发生的。

你可以看看《财富》500 强，如果你选择其中任何一家有盈利记录的公司，而你想要从中选出 10 家在未来 20 年内平均增长 15%或更高的公司，我敢打赌，你名单上超过一半的公司不会成功。我认为这是一个错误，正如我在年度报告中所说的，**我认为这将导致人们在会计方面做过多手脚。我认为这会使他们改变商业行为。**

你知道，我不是在挑吉列的毛病，但我可以告诉你，如果你看看那些已经这么做的公司，你会发现很多公司都犯过这样的错误。**金霸王并没有向吉列的管理层所希望的那样发展**，投资银行给公司做的路演，那些路演现在看起来很傻。查理？”

芒格：“我认为这种事情经常发生，它将继续发生，这是这个金融系统的一部分。**我看到更多的人预测未来收益将高速增长，而不是更少的人**。我想说是，虽然有些人做出克制欲望的承诺，但那是很少的人。**这是分析师们希望听到的。**”

PS：

1. 高增长是个陷阱

若要我只提一个估值的踩坑点，这个坑一定是**“高增长”**。我经常分享一个切身体会过的观点：

“任何高增长，都是不可长久维持的。”

巴菲特则举了一个国家经济体和个体公司增速的例子，说明高增长的预测没有意义。我们在他的基础上，做一个简单的数学计算。

中国 2025 年的 GDP 预计为 140 万亿元，腾讯 2025 年预计的净利润 2,000 亿元。我们就用这个做个对比，看下图：

基准	单位：亿元	增速	年限	终值：亿元
中国 GDP	1,400,000	3%	60 年	8,248,244
腾讯净利润	2,000	15%	60 年	8,767,997

若腾讯在未来 60 年，每年保持 15%的利润增速，第 60 年的利润，将超过正常增速下的中国 GDP，一家公司一年的利润比全国的 GDP 还多。

你们觉得现实吗？

很多人在估值时，不管是用 PE 倍数，或是内在价值计算，都喜欢把未来几年的年化增长率，从一开始就设置得很高；或者根据自己对某家公司的喜好，盲目给出高增长率。

若遇到估值过高，则人为将 3-5 年的增速调至逐年递减，以计算出合理估值水平；若还不行，就调低或调高折现率。总之，目的是得到“想要的估值”。

这是估值偏见，要尽量避免。

2. 舞弊和诚信

巴菲特提到：“高增长会让很多高管从会计上动手脚，甚至让他们改变商业行为。”

在审计上，我们把这个叫做“舞弊行为”。考虑舞弊行为，我们会从动机、压力、机会等三个角度切入，其中最关键的是“动机”。

为什么？

很简单，当管理层的薪酬和股价挂钩时，若业绩驱动因素是“营收或利润提升 15%”。可以想象到，当公司今年的业绩增速只有 13%、14%的时候，若你是管理层的一员，你会怎么做？

坚守职业道德，放弃业绩激励，该多少就是多少。

也或是，就差一两个百分点，稍微调一下，业绩激励要紧。

若是你，你怎么选？

不管你承不承认，“Intergrity/诚信正直”，这一点是最难做到的。

3. 高增长最容易让你买单

在吉列收购金霸王的并购案例中，金霸王并没有向吉列管理层所希望的那样发展。

没有高增长，只有负增长。

谁来买单？股东。

吉列当时的 CEO 认为，剃须刀的市占有率已达极限，公司需寻找第二增长曲线。于是在 1996 年，吉列以 73 亿美元的价格收购了当时的电池龙头金霸王。

在 1996 年宣布收购时，吉列和华尔街分析师对金霸王持有极高的乐观情绪，他们认为：

- 未来营收增长 10%-15%起步
- 成本有望在每年消减 1 亿美元
- 推出高端电池，引导消费升级
- 成为零售端收银台区域的绝对霸主

但收购后的前几年，金霸王并未如愿成为吉列的第二颗摇钱树，它变成了累赘。前后仅三年多时间，金霸王经历了什么？

- 消费者对电池品牌不感冒
- 竞争对手发起猛烈的价格战
- 经营利润率从 17%降到了负数
- 营收增速从收购前的 8%跌至负增长

说好的高增长呢？说好的收银台霸主呢？说好的高端品牌呢？都只是分析师和管理层的一厢情愿，因为消费者不买单。

分析师永远会告诉你：

“在 50%的业绩增速下，现在 40 倍的 PE 真不贵，因为站在 2 年后来看，PE 只有 18 倍不到，真的很便宜。”

这么高的增长和业绩趋势诱惑，压力又给到了散户。

你买吗？

4. 增长率和毛估估

前天给大家分享过，PE 倍数和毛估估的理论和联系，传送门如下：

你真的理解“内在价值”和“PE 倍数”的联系吗？

在使用 PE 倍数时，最关键的问题是增长率，最简单的逻辑：

- 基本面好，高增长，PE 倍数高
- 基本面好，增长一般，PE 倍数砍半
- 基本面一般，增长也一般，PE 倍数个位数

一切都建立于“未来增长率”，至于买不买单，就看你信不信高增长的故事。

毛估估恰好相反，它是一个估值**“底限”**。

用 5%的无风险利率折现时，甚至不考虑企业未来有什么太大增长，稳住就行；若再加上安全边际的兜底，至少你不会轻易站在山顶，本金亏损的风险要小得多，挣钱全靠企业未来越来越强大。

选 PE 倍数，还是内在价值，全看你更能驾驭谁。

……

今天就这些了。

如何构建你自己的“伯克希尔”模式？从建立你自己的现金流开始

主题丨财务质量、现金流与资本回报

原发布日期丨2026.02.10　　作者丨年报其语

芒格提出核心心法：“降低期望值”，是幸福和保护本金的关键。

. . . . . .

伯克希尔 2001 年股东大会问答环节，**股东提问：**

“巴菲特先生，芒格先生，我是乔·舒尔曼。我是一个来自马里兰州牛津市的股东，谢谢你们的精彩会议。为了让伯克希尔盈利有机会以每年 15%的速度增长——如果我们能做到这一点，至少在未来几年，那很明显，由于盈利和浮存金的重新分配，现有的业务不需要以每年 15%的速度增长。**我想问的是，你希望现有业务以什么样的速度增长，才能达到我所描述的总体增长率？你认为达到这个目标的概率是多少？**”

回答 1：（巴菲特和芒格）

巴菲特：“**我认为伯克希尔盈利在很长一段时间内实现复合 15%的增长的可能性非常接近于零**，这根本不值得去计算。我们会尽我们最大的努力，我们也会从中获得很多乐趣。这不是一件我们做起来会感到无聊的事情。我们非常倾向于——尽我们所能，以合理的方式，用我们能够理解的方式增加伯克希尔的收益。但随着时间的推移，以 15%的增速去增长，这是不可能发生的。

你提问中很正确地指出，我们不需要从现在的业务中去做。我们会一直购买新业务，就像我们不能仅从 1965 年的纺织业务中去做一样，我们必须随机应变。总的来说，我们现在的业务是很好的。它们也会运营得很好，**虽然它们不会以每年 15%的速度增长，但我们会从这些业务中取得良好的成果**。我们也会做一些另外的收购，这也会使得我们的盈利得以增长。顺便说一句，**我们不可能在一段时间内保持 15%的增速，而且我们也不认为美国的任何大公司都能做到**。

不过，**的确会有一些公司在很长一段时间内都能做到**，但要预测《财富》500 强中哪一家最终会成为一家、两家或三家，将是非常困难的。如果以基数较低的大公司为例，500 家公司中也不会超过几家。

我认为我们的方法很好。**我认为拥有一群优秀的企业、并投入大量的现金，使它们继续成长，并且由优秀的人管理**……然后在这些基础上，有时以缓慢的速度、但不时地以良好的速度，**增加更多的同类企业**，而不是依靠增加流通股。**我认为对于我们这样规模的公司来说，这是一个很好的商业模式**。但它会产生什么，我们拭目以待。查理？”

芒格：“**我当然同意，用每年 15%的增长来推断未来，这种可能性几乎是不可能的**。总的来说，美国的投资者们应该大大降低他们的期望值，包括养老基金。人们推断过去的方式是愚蠢的，不是有点笨，是非常笨。”

PS：

芒格：“一般来说，**降低期望值比其他任何方式都能带来更多的幸福**。”

降低预期，不光可以带来更多幸福，关键是让你丢掉不切实际的梦想，尽可能地保护自己的本金。

昨晚的文章聊过，高增长是个陷阱，对散户来说尤其致命。不论是卖方讲未来的故事，或是告诉你 PE 倍数在 2 年高增速趋势下其实很便宜，都是一个意思。

巴菲特和芒格都认为，伯克希尔在未来很难实现复合 15%的增长。那伯克希尔未来的增长靠什么？

我觉得伯克希尔的做法，或者说，巴菲特和芒格共同思考后的方法，可以借鉴：

“我认为我们的方法很好。**我认为拥有一群优秀的企业、并投入大量的现金，使它们继续成长，并且由优秀的人管理**……然后在这些基础上，有时以缓慢的速度、但不时地以良好的速度，**增加更多的同类企业**，而不是依靠增加流通股。**我认为对于我们这样规模的公司来说，这是一个很好的商业模式**。”

1. 复制并不难

拥有一堆好公司，由优秀的人经营，分回更多现金流，然后继续拥有更多好公司.....看了近十年的股东大会问答后，巴菲特和芒格描述的方法，我有了一个简单的雏形，且已经开始执行，难点只有三个：

- **“懂”**一家公司
- **“等”**一个好价格
- **“拿”**一个较长的时间

搞懂一家公司，实在是太费时间和精力。即便现在有 AI 大大提升效率，我依然觉得时间不够用。AI 可以通过模型训练，给你一个完美的答案，但你自己是否真的理解，只有你自己心里清楚。一个远方的朋友，用 AI 跑了一个投资分析模型，输出的研报我看了觉得太牛 B 了。AI 分析公司是快、狠、准，但我依然觉得少了点什么。少了啥？少了我自己对公司的理解。AI 再准确，自己不懂，投资决策下不了手。

等来一个合理的价格，比估值本身更难。毛估估的计算不难，难的地方有两个：一是理解企业未来现金流，毛估估才有意义；二是考虑安全边际后，便宜或者合理的价格不是你说有就有。研究公司本就花时间，但是研究完，憋出一个毛估估的估值，发现公司价格不合适。怎么办？等啊。也只能等，因为一旦买贵了，本金永久性亏损，连翻身的机会都没有，更别说赚钱。

拿住直到逻辑确定，又是一段很长的时间。估值修复，和公司经营息息相关。经营恢复，业绩自然恢复，现金流有了，估值也就有了。公司经营都是以年为单位，但大部分人没有这个耐心，恨不得买了后的第二天就开始不停地涨，越快越好。我现在的感觉是，任何一件事，若你真是认真做，必然是以年为单位，三到五年为一个坎儿。凡是一两年以内的事，很难给一个准信。

考虑清楚三个问题后，接下来是方法。

2. 方法是什么?

收集好生意，问再多遍也是这个答案。

收集公司，本质上是现金换股权，然后就是等，等在未来拿到更多的现金流。卖出反而是一个被迫选择，比如 2-3 年内估值突然到了一个高点。大资金不动，是因为卖了不一定能有好的标的买入；小资金灵活，是因为选择面更广。

说到底，你储备并理解的公司越多，你的机会就越多，这是我为什么拼命看更多公司的原因。若今天看到一家好公司，但价格太贵，除了等，你只能继续挖掘新标的。

普通投资者，还面临一个共同难题：**子弹少，打完后还不一定能续上。**

这是个普遍性问题，想要解决它，你必须既要提高投资能力，又要提高挣钱能力。巴菲特有保险浮存金，保证他的无限开火权，我们也能创造一个持续现金流来源，保底也是工资的强制储蓄部分。若工资不够，那就先想办法涨工资，或者搞副业。若这个问题都想不明白，解决不了，进股市的，无一例外，是在赌博，想一夜暴富。

这个游戏归根结底，是一个现金换股权、股权换现金的游戏。普通人钱少，必须打持久战，强迫自己看更远，把投资看成是一个持续的爱好，以 10 年为基准来规划未来路线。用仅有的子弹，用最少的操作，买最好的公司。若价格不合适，要么等，要么继续找新标的。

3. 如何挑选公司?

好生意的三大标准：

- 高毛利率（一本万利）
- 低资本支出（无须再投入）
- 拥有涨价权（利润不够，涨价来凑）

为什么好公司有这样的优势？因为拥有护城河，也叫公司的竞争优势。

但光有这三点还不够，还需满足一条基本原则：一定要有现金流。你可能会问，难道满足上述三个条件的公司，还会没有现金流吗？还真是这样。你看多了就会明白，公司的商业模式好，不代表现金流一定好。斟酌现金流，是一个容易遗漏的必须项。

4. 公司的确定性

什么是确定性？可能很多人想问，到底怎么确定？

- 看懂一家公司
- 看懂公司的未来现金流

除了这两个标准答案外，我觉得有一点更重要，就是巴菲特提到的**“心智份额”**，这是一个常识。我问大家一个问题：

“若你今天要买一听可乐，你下意识想到的第一个品牌是哪个？”

可乐，可以换成，汉堡，冰激淋，啤酒，白酒，手机，电脑，家电，汽车。越多人在某一产品上想到同一个产品，该产品的“心智份额”就越强，自然市场份额也越多。市场份额越多，现金流就越大，只要商业模式好（符合好生意的三个标准），在保持心智份额的基础上，公司便拥有确定性，未来现金流也容易估算出来。

除了确定性外，还有一点，很多普通投资者从来不看：**现金股利或者股票回购**。我也问一个问题：

“如果你和别人合伙开了一家公司，今年挣了 1 个小目标，你会如何和合伙人处理今年的利润？”

肯定是分红，各自拿回属于自己的那部分利润嘛。

但大部分人买股票不是这样的，他们不关心任何股东回报，只关心股价明天涨，还是跌。好像公司股价每天的涨跌，比公司挣的钱重要得多。

5. 价格

这个问题前两天已回答：内在价值为主，相对估值为辅。

合理价格 = 毛估估 × 安全边际

……

今天就这些了。

为什么巴菲特和芒格总说，商学院在教授投资方面有很大缺陷

主题丨能力圈、阅读与长期学习
原发布日期丨2026.02.11　　作者丨年报其语

如果只选一门和投资相关的课程，一定选“估值”。

.....

伯克希尔 2001 年股东大会问答环节，**股东提问：**

“我叫 EthanBerg。我来自马萨诸塞州的剑桥，我要感谢你们提供的教育，尤其是年度报告。很多年前，你写信给你的朋友杰里·奥兰斯，说你申请哥伦比亚大学商学院，因为他们有一个非常好的商学院，并且有像格雷厄姆和多德这样的大人物。如果你现在正在考虑读研或读商学院，你会选择哪些个人或教授？第二个问题是，一个朋友想知道你对混凝土、水泥和骨料行业的看法？”

回答 1：（巴菲特）

巴菲特：“混凝土、水泥和骨料这些生意，查理可能比我懂得更多，我们曾经研究过这类企业。事实上，我们甚至曾经拥有过一些该行业的股份，因为这是一个可以理解的业务。这是一个有大量产能过剩的行业，特别是某些地区。这些都是很基本业务，特别是在一个**稳定的价格**、**有低成本的能力**和**有利的位置的原材料**等——那我们就会投资。事实上，查理和我在 10 年或 15 年前讨论过一个类似的。”

PS：

在施洛斯合集中有提到，施洛斯就是专门“捡便宜”的，涉及最多的就是这些传统行业，钢铁、水泥、铁路等等。因为估值极度便宜，但公司还有一些利润保底，一旦业绩有任何一点点回升，估值都会上涨。

水泥生意我还算了解，也经历过房地产时代顶峰的最后几年。这是一个典型大吃小的生意，到最后只剩几家最大的，小的搅拌站要么关掉，要么卖掉。搅拌站生意，靠的是金主爸爸给业务，一个楼盘一个坑。

前端价格相对稳定，成本主要是原料和运输。量大可以控成本，运输看情况。业务来了，拉好多车，数量有限。调度接任务，优先下发自己公司的车队，拉不过来再往外派。

集团或公司中，国企最稳定，有金主爸爸的稳定供给。房地产最好的那几年，生意是做不完的。水泥公司最大的投入是建站，搅拌车自己养很贵，不管是投入还是折旧，所以公司一般不会养太大的车队，运输会涉及大量外派。在公司和集团层面，水泥看地产，价格稳定，成本和投入可控，业务靠投喂，利润可观。

再往下是小老板和驾驶员，资金投入最重的部分（买车、油费、驾驶员工资）被丢至最底层，还需要不停增加投入买车，才能换取微薄利润，所以很多小老板会选择买二手搅拌车，为了节约成本。老板

和驾驶员靠 gx 和返点接单子，一车一车的拉，拉得多挣得多。从 8 方，10 方，12 方，到 16 方.....灌灌车到是越变越大，只是房地产停下来了，水泥这门生意也就慢下来了。

回答 2：（芒格和巴菲特）

芒格：**“绝大多数商学院教授的证券投资组合理论，都不是我们所相信的，也不是许多年前本·格雷厄姆教给沃伦的**。这只是我们对商学院态度的一小部分。另外，斯坦福还有一个价值投资课程——叫杰克·麦克唐纳？

有趣的是，我认为这是整个斯坦福商学院最受欢迎的课程——他们有某种打分系统。然而，我问杰克感觉如何，他说他感到孤独。他的课程是最受欢迎的，但在整个教授生涯中，可以说，杰克·麦克唐纳只是一个特殊的小团体。但最重要的是，如果你去商学院，你会学到很多我们不相信的东西。”(笑声)

巴菲特：“鲍勃·柯比(BobKirby)有时也会进来和杰克一起工作。在投资方面，鲍勃有很好的头脑。这不是世界上最容易进入的学校，这是一个研究生水平的学校。但是，正如他们所说，在教学世界中，偶尔也会有一些小小的反常现象。**你真正想要的投资课程是如何评估一个企业，这就是投资的意义所在。如果你不知道如何评估企业，你就不知道如何评估股票**。

如果你看一下课程的内容，你就会发现很少有关于如何评估一个企业的价值的课程。剩下的部分，可能是数字，或者希腊符号之类的。但那些对你没有任何好处。**但最后，你必须决定，这个企业的价值是 4 亿美元、6 亿美元还是 8 亿美元，然后将其与价格进行比较，这就是投资**。我不知道还有什么其他的投资方式，你知道，过程基本上就是这样的。

但商学院没有教过这些内容。它没有被教授的原因是因为，老师也不知道如何教授它。我是说，因为他们不了解自己，所以他们就教一些“没有人知道任何事”的东西，这就是有效市场理论。(笑声)如果我教物理，我会想出一个没人知道的理论，因为这是我度过这一天的唯一方法，你知道吗？(笑声)但是我很好奇那些真正伟大的大学是如何在这方面运作的。如果你拿到了一份录取通知书，你就能进入商学院，而因为你签了字，商学院的教授想要你怎么思考，你就要怎么思考。如果他们认为世界是平的，你最好也认为世界是平的，你知道吗？你们的学生最好在考试时回答世界是平的。总的来说，这个国家的商学院课程，有点可悲。”

PS：

芒格和巴菲特是常年质疑商学院的证券投资组合理论。巴菲特从格雷厄那学到最多的只有一样东西，如何给企业估值。所以他说，你最需要的投资课程就是给企业估值，这就容易理解了。

如果还是不理解内在价值的思考过程，我分享一个简化的流程：

1. 思考一个毛估估的估值结果
2. 回答未来 10 年的现金流是怎么算的
3. 未来 10 年每年大概的销量
4. 为什么能连续 10 年维持这个销量数字
5. 有没有涨价空间和提价能力
6. 公司可以从收入中赚取大概百分之多少的现金流
7. 每年现金流中需要多大的资本支出

以上几个问题，一家公司能回答清楚，一个大概的估值就有了，剩下的就是每年迭代和深挖，直到你确定为止。

回答 3：（巴菲特）

芒格：“**我认为商学院在会计方面做得很好**，人力资源管理也不错。我认为他们在很多方面都做得很好。但他们错过了一个巨大的改善商业管理专业的机会。**如果你学会思考如何聪明的做好投资，与那些不懂得该如何做好投资的人相比，你就会成为一个更好的企业家**。因此，由于他们在教授投资方面做得如此糟糕，从而错失了改善商业管理专业的大好机会。”

巴菲特：“是的，查理和我经常看到首席执行官们，在某种意义上，**他们不知道如何去考虑他们正在收购的公司的价值**。然后，他们会出去雇佣投资银行家。你猜怎么着？投资银行家告诉他们应该做什么。告诉他们做什么会得到 20 倍估值，不做会得到 N 倍估值。猜猜这个建议是怎么出来的。

当一个企业的经理感到无助时，他不会大声说出来，但在资产配置问题上，他的内心却感到无比无助。这可是一个真正的问题。**我认为，在学习如何思考企业估值方面，商学院没有给他们提供任何真正的帮助**。这就是我们写和谈论它的原因之一，因为它们存在缺陷。”

PS：

难得遇到芒格称赞商学院在会计上的贡献，我也算是会计的受益者。懂会计的确可以从很多方面，帮我们快速打通商业知识。不过，会计的帮助总归有限，它毕竟只是一个职能部门，无法单独创造效益。

能够让普通投资者受益最大的，是估值能力和商业知识的储备。这些只能靠积累，因为需要你吸收消化和理解内化，你无法通过仅看看理论，就觉得自己会了，它需要大量的实践和修正。

.....

今天就这些了。

为什么我劝你，适时按下投资的“暂停键”？巴菲特解读何为正确的投资理念

主题丨能力圈、阅读与长期学习

原发布日期丨2026.02.13　　作者丨年报其语

今天这位股东，问出了很多人的心声。

假如有两个从事投资工作的人，一个工作 2 年，一个工作 10 年。

工作 2 年的新手，熟读很多投资理念，比如格雷厄姆《证券分析》《聪明的投资者》的理念、巴菲特的理念、彼得·林奇的理念等等。

你认为，只有 2 年投资经验的这位，是否有可能比工作 10 年的做得更好？

积累经验，投资理念的方向，两者谁更重要？

……

伯克希尔 2001 年股东大会问答环节，**股东提问：**

“下午好。我叫帕维尔·贝金，我来自白俄罗斯的明斯克。在我向你们提问之前，我想说，谢谢你们推荐我阅读《聪明的投资者》，这是一本很棒的书，它在一夜之间极大地重塑了我，我要感谢你。**我其中一个问题是，经验在投资业务中有多重要？我是指你在这一行获得的实际经验，而不是通过阅读本·格雷厄姆、彼得·林奇或者你的书籍，从那里获得的经验。**”

回答 1：（巴菲特）

巴菲特：“嗯，如果一切都是平等的，不考虑你所拥有的经验的多少，我认为这些经验可能是有用的。但实际上，这不会是平等的。

不过，**更重要的是，我认为，你认真思考了两年的东西比你练习了 10 年的东西更重要**。如果在投资理念上有分歧，我宁愿与我在投资哲学上同步的人在一起。**如果在投资哲学上两者同步，并且其中一个人有 10 年的经验，如果他已经从业 10 年而不是仅仅从业两年，那么他对更多企业的了解可能会更多一些。**

但最重要的是，他们需要一开始就头脑清醒，特别是在如何评估企业和如何看待股票方面。不管他们是把它们看作是企业的一部分，还是把它们看作是一张纸片，你可以通过他们对图表的看法、对投资策略的看法或类似的东西来了解很多情况。**查理和我在 50 年的时间里学到了很多关于很多企业的东西。但我要说的是，在第二年的年底，我们对新事物的判断可能和今天一样好**。但我认为，**比起了解特定商业模式的具体细节，见识过更多的人类行为和类似的事情会更有帮助**。查理？”

PS：

你是否觉得，很难判断自己的选择是否正确？

年轻时，我也不知道自己的选择是否正确，没人指点，没经验，认知不足。投资和人生一样，都是一道没有标准答案的选择题，但你终归要做出选择，至于好不好，只有你自己清楚。

但投资到底该怎么选？结合巴菲特的回答，分享三个步骤：

- 选一个正确的方向
- 花两年理清思路
- 用一辈子深耕

1. 选一个正确的方向

“人生的赢家，往往先选对方向，再全力以赴。”

人在年轻时，难以选对自己未来的方向，很多人是在若干年后，才会有所领悟，看到未来的人生轨道。我是在 30 岁前后，通过不断尝试新东西，才明白我一辈子的追求是什么。

今天这位股东和巴菲特的问答，不光针对投资领域，在其他领域也是一样。想要如巴菲特所说，从一开始就头脑清醒，特别是在投资方面，是非常难的。

你可以回想下，从小到大，你身边的人，你接触过的所有人，是如何看待投资这件事的？你又能说出几个，践行正确投资理念，并终身执行的人？

我并不排斥所谓的“投机”，因为真正的 Trader 很厉害。《日本蜡烛术》《金融市场技术分析》《道氏理论》《股市趋势技术分析》，好多交易类的殿堂级书目，我以前在学校图书馆都借来看过，我是真的看不懂，没办法才放弃。

若在投资理念上有分歧，选和你同频、同理念的人非常重要。当你不知道该怎么选方法时，选你最容易理解和上手的，绝对没错。因为你的身体和感觉，一定是最诚实的。

因此谈到投资，我相信的是“找到适合你、且你能理解的路”。我切身体会研究公司这条道，更易理解、实践、上手，加上我学会计、做审计，所以巴菲特和芒格的理念，格雷厄姆的《证券分析》，读过两遍后便有所明白。只是在刚开始时，缺乏商业经验，没有实践，属于眼睛懂，但脑子不懂。

我花了多长时间来适应这个过程？

接近 3 年。

2. 花两年理清思路

“投资这件事，从来不简单，是我们想得太简单。”

为什么巴菲特说，在第二年的年底，他和芒格对新事物的判断，可能和今天一样好？因为需具备的实践理论和框架，没有你们想的那么复杂。总结起来就三点：

- 发现好生意
- 搞懂未来现金流
- 理解估值后等待机会

好生意，现金流，估值，2 年的时间，我理解了它们在干什么，但是依然艰难，难在哪？

研究一家新公司巨耗时间。一年到头，能够让你有兴趣深入搞懂的，也就几家、十几家公司；若之后要持续跟踪，更是 2 年起步。在你没有坚定的投资哲学，充足的企业池储备前，投资不容易。因为这个过程需要更多的时间积累，对我来说，也许要 10 年。

巴菲特说：“你认真思考了两年的东西，比你练习了十年的东西更重要。”

我今天还在和我侄女聊这个话题。上一辈的长辈们，最喜欢说的话是，“你一定要好好读书，考个好大学，考上 985、211，以后找个好工作。”他们的话没错，但他们忽略了更重要的一点。人生来便有自己的使命和追求，我们终其一生，只是在寻找让我们幸福的方法和途径。

我给我侄女的建议是，寻找自己一辈子热爱的东西，我全力支持她。在这个基础上去奋斗，考不考上 985、211，那是由你的基础智商和努力决定；考不上，也不代表你的人生就毁了。但你能否找到一生的热爱，是你拥有独立的健全人格，幸福一辈子的根本。

近 3 年的时间，在投资这件事上，我搞明白三件事：我要什么，我在做什么，如何到达彼岸。

剩下的就是，一家公司，一家公司的看，一直看下去.....至于这个时间是多久，不重要了。

3. 用一辈子深耕

“结硬寨，打呆仗，凡事贵专，求一艺之精，足以名世。”

做一件事，刚开始很难，有一天突然变简单，然后你开始思考更深、更长远的东西。任何一个沉入自己领域的人，100%会有相同的感受，这个无需解释。

不管是我以前的专业经历，现在正在做的事；亦或是巴菲特说，他和芒格在 50 年时间里学到很多企业的东西，都一样。有了方向，剩下的便不再重要，投身其中就好。又回到原点，不管做多久，更重要的是，你要找到属于你自己的方向。

你们不一定相信，但在 3 年多的时间里，除研究公司外，我脑中一直萦绕着另外三个字：

“写下去。”

回答 2：（芒格和巴菲特）

芒格：“是的，**我观察沃伦很长一段时间了，我想说的是，随着他年龄的增长，他的表现实际上越来越好了**。不是在高尔夫或者很多其他活动上(巴菲特笑)，但是作为一个投资者，他更好。我认为这很了不起。**这表明，经验的积累很重要**。”

巴菲特：“是的，这在某种程度上有助于了解很多商业情况。我的意思是，**查理谈到了模型，这是你在观察的基础上自己构建你自己的模型。如果你足够认真的话，你的模型会越来越好，因为你花了更多的时间去观察，而不是仅仅试图让一切都符合你在最初几年看到的东西。**”

PS：

芒格在这儿提到的经验，是巴菲特 50 多年看公司积累的经验，若算到今天，便是 70 多年。在外人看来，巴菲特是一台看年报的机器，几十年如一日的无趣。但有没有趣，只有他自己知道。

.....

今天就这些了。

巴菲特是如何从“捡便宜”，转为“买好生意”的？

主题丨企业生意模式与竞争优势

原发布日期丨2026.02.14　　作者丨年报其语

若你只是一个普通个人投资者，资金量很小，而且你没有时间去研究公司和管理层，那么施洛斯是更安全的老师。

但如果你想追求更高的超额收益，而且你有能力判断商业模式和护城河，那么 1973 年后的巴菲特，将是你的目标。

.....

伯克希尔 2001 年股东大会问答环节，**股东提问：**

股东：“下午好。我的名字是 Martino Leary，我来自德克萨斯州的休斯顿。我的问题是，在您今年的年度报告中，在致股东的信中，您指出，您是在 50 年前遇到本杰明·格雷厄姆的，他对您的生活产生了重大影响，尤其是对您的投资成功产生了重大影响。此外，你过去曾说过，**《聪明的投资者》是迄今为止最伟大的一本关于投资的书**。书中的核心观点之一是，**如果你购买了一组股票，比如 10 只或 20 只，其交易价格为净流动资产的 2/3 或更低，那么你将获得安全边际的保证，以及令人满意的回报率。**今天，如果你发现有 10 或 20 只股票的交易价格占流动资产账面价值的 2/3，你会倾向于为自己的投资组合而不是为伯克希尔购买这些股票吗？”

回答 1：（巴菲特）

巴菲特：“关于你的第一个问题，**如果你能找到一个这样的组合，你可能会得到很好的结果，但我不认为你现在能够找到**。这并不是因为随着时间的推移，企业自身的良好发展，而是因为在这样的组合中，可能会有相当数量的企业资本运作，比如管理层将其私有化，或反向收购或诸如此类的事情。但现在几乎不可能找到这些股价低于营运资本股票。如果你进入一个市场，那里有很多这样的公司，那你还有可能会发现，很多优秀公司的股票价格也会非常便宜。**而我们更倾向于买入一笔即便宜又美好的生意**。”

PS：

“以合理价格买伟大公司，远胜于低价买垃圾公司。”

巴菲特说这个理念来自芒格，是芒格让他从格雷厄姆式“烟蒂股”，转变为“质量优先”的投资哲学。

格雷厄姆的“烟蒂”哲学，是寻找股价比净营运资本低的公司。

100 年前的时代背景下，这么做没问题。巴菲特在 1961 年致股东的信中，专门解释过详细的操作案例。

但 100 年后的今天，这个方法难以立足，因为“烟蒂”股票已经绝迹。

格雷厄姆的理念，完全失效？

并不是，巴菲特将最重要的一个原则保留下来：

安全边际。

虽然合理价格买伟大公司成为新的方向，但你们忽略了一点。巴菲特一生坚持，用尽可能便宜的价格买伟大公司，他强调“安全边际”，胜过其他。

即使有芒格的督促，在安全边际原则上，他坚守了一辈子。

回答 2：（巴菲特）

巴菲特：**“我不认为你会找到大量的低于净营运资本股票了**。因为在他们真正达成这种情况之前，就会有太多的钱来促进交易。但那是一种技巧。那是 50 年前。

沃尔特·施洛斯还在这里吗？沃尔特，你在吗？如果你在就站起来。50 年前，当我遇到本·格雷厄姆时，我认识了沃尔特施洛斯。我知道沃尔特今年来现场了，不过可能因为他已经知道了我会说些什么，所以他可能已经离开了。

但实际上，沃尔特从事的证券业务，更接近原始的——他现在的合伙企业已经经营了 46 年。**他投资最多的类型的股票，正是本杰明在那些日子里谈论的股票类型。**而且他有绝对轰动的记录，比那些通过上电视节目升职、或者所有做这类事情的人的记录要好得多。

他主要投资于我倾向于称之为“烟蒂”的公司。你知道，你会得到一支免费的烟，并且它们不会有什么花费。**这就是所谓的投资于低于净营运资金类型股票的情况。沃尔特在相当长的一段时间里（46 年），有一个非常非常棒的纪录**。所以我认为，如果你发现了这样的一组股票，并将其作为一个组合进行投资——格雷厄姆总是强调要进行组合投资，因为当你与糟糕的公司打交道时，你会希望有一定数量的公司被收购或私有化，这时你最好有一个投资组合。”

PS：

“我们找的是净资产高，股价低的股票。”

这是沃尔特·施洛斯在 1973 年专访中，口述的投资方法。

巴菲特在 2001 年股东大会现场，呼喊了施洛斯的名字。但施洛斯因身体原因提前退场，他那年确实在现场。

沃尔特·施洛斯，最纯粹的格雷厄姆继承人，人送外号“便宜之王”。

巴菲特在股东大会上提到了大师兄的业绩。施洛斯 1955 年创立基金，2002 年关闭基金。从 1956 年的记录至今：

46 年，基金年化回报 20%+，共计 5,456 倍。

沃尔特·施洛斯业绩与标普指数亏损情况比较

年份	标普指数	WJS有限合伙人	WJS合伙人公司	与指数之差
1956	7.5	5.1	6.8	-2.4
1957	-10.5	-4.7	-4.7	5.8
1958	42.1	42.1	54.6	0
1959	12.7	17.5	23.3	4.8
1960	-1.6	7	9.3	8.6
1961	26.4	21.6	28.8	-4.8
1962	-10.2	8.3	11.1	18.5
1963	23.3	15.1	20.1	-8.2
1964	16.5	17.1	22.8	0.6
1965	13.1	26.8	35.7	13.7
1966	-10.4	0.5	0.7	10.9
1967	26.8	25.8	34.4	-1
1968	10.6	26.6	35.5	16
1969	-7.5	-9	-9	-1.5
1970	2.4	-8.2	-8.2	-10.6
1971	14.9	25.5	28.3	10.6
1972	19.8	11.6	15.5	-8.2
1973	-14.8	-8	-8	6.8
1974	-26.6	-6.2	-6.2	20.4
1975	36.9	42.7	52.2	5.8
1976	22.4	29.4	39.2	7
1977	-8.6	25.8	34.4	34.4
1978	7	36.6	48.8	29.6
1979	17.6	29.8	39.7	12.2
1980	32.1	23.3	31.1	-8.8
1981	-6.7	18.4	24.5	25.1
1982	20.2	24.1	32.1	3.9
1983	22.8	38.4	51.2	15.6
1984	4.1	6.3	8.4	2.2
1985	30	19.5	25	-10.5
1986	18.5	11.9	15.9	-6.6
1987	9.1	20.2	26.9	11.1
1988	15.8	29.8	39.7	14
1989	29.1	2.2	2.9	-26.9
1990	-3.4	-12.8	-12.8	-9.4
1991	29.1	31.1	37.3	2
1992	4.6	9.2	12.3	4.6
1993	9	20.2	26.9	11.2
1994	3.8	11.4	15.2	7.6
1995	34.3	21.2	28.3	-13.1
1996	22.9	16.6	22.1	-6.3
1997	30.8	22.6	30.1	-8.2
1998	33.4	-4.4	-5.9	-37.8
1999	25.7	23.5	29.8	-2.2
2000	-16.2	28	37.3	44.2
2001	-11.7	11.8	14.75	23.5
2002	-23.4	5.7	7.6	29.1
	80	788	5456	
	10%	15%	20%	

施洛斯终其一生，奉行“捡便宜”的原则。

虽然“一眼便宜”的股票时代结束，但“安全边际”作为指导原则，却被流传下来。

安全边际，是普通投资者除商业知识和估值外，最需牢记的一条。

而施洛斯，是普通投资者最好的实践导师。

施洛斯曾口述：“实事求是地说，我不知道如何评价市场，但是有些股票值得关注。**买入低迷股票的好处在于，你其实有三条路可以赢：**

1. 盈利改善，股价上涨；
2. 有人介入，收购公司的控股权；或者
3. 公司开始回购自己的股票，并发出要约。”

因为大部分的散户，通常只赌一条路，就是公司的业绩变好。

但施洛斯为我们演示了三条退路：

1. **经营反转。**这是最好的情况，公司真的起死回生，业绩和估值会回归。
2. **被动变现。**因为资产太便宜且能长期盈利，竞争对手或产业资本，会忍不住来收购。
3. **资本运作。**因为股价太低，公司自己都看不下去，于是开始回购股票，从而推高每股价值。

只要其中任何一件事发生，你就赢了。

不过施洛斯也承认，他无法精准判断哪家烂公司会翻身，所以他不做深度调研，而是做广度覆盖，买它个 15-20 家。

只要概率站在他这边，投资组合整体就会上涨，完全复刻格雷厄姆的投资组合原则。

唯一有一点要特别注意的是，施洛斯虽“捡便宜”，但他不会乱买资产，他买的都是有“保底”的资产。

他的原话是：“我说的这种公司，不但买入价打折，而且大多数，还会在你等待估值修复的过程中分红。一个是利息 7.5%的债券，到期之前保证支付 7.5%的利息；一个是股息 5%的股票，还有机会从 14 美元涨到 35 美元，你选哪个？”

施洛斯给出过一个具体案例，哈德逊纸浆（Hudson Pulp）公司。

在哈德逊案例中，虽然卖纸浆不赚钱，但公司有 30 万英亩佛罗里达林地，这些都是隐蔽资产。林地每英亩价值 250 美元，折合每股是 60 美元，这是估值错配。因为公司股票的市场价，每股只要 25 美元。通过结局推演，即便纸浆业务烂掉，光卖木头也值股价的 2.4 倍。

这就是施洛斯最爱的，资产护城河。

回答 3：（巴菲特）

巴菲特：“然而，**如果你和优秀的公司打交道，你只需要几个公司**。但我认为，如果你再次回到 50 年前的那个时期，我们会非常活跃。但我们很可能不会投资在这类烟蒂中。查理？”

PS：

巴菲特，合理价格买伟大公司，强调集中持股。

施洛斯，便宜价格买别人看不起的公司，强调分散持股。

为什么施洛斯走上了和巴菲特不一样的路？

巴菲特资金量太大，必须买大蓝筹。而施洛斯的规模小，仅 400 万美元，可以在那些没人要的小盘股，比如哈德逊纸浆，进出有余。

施洛斯说过：“我对现在的做法，感到更舒服。”

他知道，自己无法预测未来谁是赢家，但他能算出谁现在被低估了。考虑低估这一点，我也想了很久才彻底明白。

巴菲特追求“伟大的确定性”，而施洛斯追求“错误的低成本”。

若你只是一个普通个人投资者，资金量很小，而且你没有时间去研究公司和管理层，那么施洛斯是更安全的老师。

但如果你想追求更高的超额收益，而且你有能力判断商业模式和护城河，那么 1973 年后的巴菲特，将是你的目标。

1973 年，是巴菲特从“格雷厄姆的学生”变成“巴菲特本人”的那一年，也是他从“捡便宜”转向“买好生意”的元年。

……

今天就这些了。

2002

巴菲特解答，如何判断买入/卖出逻辑？

主题丨投资决策、机会成本与组合选择

原发布日期丨2026.02.23　　作者丨年报其语

在巴菲特的长期持股理念中，他是如何判断买入/卖出逻辑的？

. . . . . .

伯克希尔 2002 年股东大会问答环节，**股东提问：**

“巴菲特先生和芒格先生，你们好。我叫大卫·克莱恩·罗迪克，来自伊利诺伊州林肯郡。谢谢你让我问第一个问题。我的问题是：你曾经说过，你最喜欢拥有一只股票的时间是永远的。然而，你在拥有麦当劳和迪斯尼不久后就卖掉了它们。**你如何决定什么时候永远持有，什么时候卖出？**”

回答 1：（巴菲特）

巴菲特：“嗯，**这是一个关于卖出的非常好的问题**。**可我们并不是天生就想着卖出**。另一方面，自 1973 年以来，我们一直持有**《华盛顿邮报》**的股票。而且我从未卖出过**伯克希尔**的股票，我是在 1962 年买的第一批股票。我们从 1988 年就开始持有**可口可乐**的股票。自 1989 年以来，我们一直持有吉列的股票。自 1991 年起持有**美国运通**股票。实际上，我们之前在 60 年代也曾买过美国运通和迪士尼。所以，有些公司是我们熟悉的。”

PS：

巴菲特的目的很清楚，在企业没有大的变动前，一直持有股票。他给出了自己的一些例子，我整理了一下。

伯克希尔

1962 年首次买入，从未清仓，一只持有至今，合计 65 年。

在 1965 年取得控制权后，成为巴菲特财富的基石，也是他时刻提醒自己的教训。

美国运通

1964 年首次买入，于 1966 年卖出。

直到 1991 年，美国运通陷入困境，巴菲特再次出手买入，并持有至今，合计 38 年。

美国运通现为伯克希尔的前三大重仓股。

华盛顿邮报

1973 年首次买入，于 2014 年全部清仓，结束了 41 年的持有期。

清仓《华盛顿邮报》，标志着巴菲特对报业时代的告别。

《华盛顿邮报》的报刊业务在 2013 年，由亚马逊创始人贝佐斯买下，后更名为“格雷厄姆控股”。

可口可乐

1988 年首次买入，从未清仓，一只持有至今，合计 39 年。

可口可乐，是巴菲特最标志性的投资之一，股数只增不减，也是其投资哲学的标杆。

吉列

1989 年首次买入，宝洁于 2005 年收购吉列后，巴菲特最后全部卖出，持有期 16 年。

巴菲特以超长期持有为目的，享受现金流增长带来的财富增值，以上公司的平均持有期在 30 年以上。即便是 2000 至 2010 年左右的新进持仓，平均持有期也在 15 年以上。

相比之下，像我这种急需大力栽培，绿油油的新进韭菜，持仓时间仅 3 年左右，连零头都赶不上。

回答 2：（巴菲特）

巴菲特：“**我们通常是这样决定卖出的——如果我们需要钱买别的东西，我们会卖出**——但在过去 10 年或 15 年里，这并不是问题。40 年前，我的卖出都是因为我找到了我更喜欢的东西。我讨厌卖掉我所拥有的股票，但我也不想借钱，**所以我会不情愿地卖掉我认为非常便宜的东西，去买更便宜的东西，那时候我的想法比钱多**。现在我有更多的钱，而不是想法，这是一个不同的等式。**所以现在我们的卖出——需要我们重新评估生意的经济特征**。换句话说，如果你持有我们卖出的某只股票，那很可能是因为——**在我们收购这家公司时，我们可能对公司的长期竞争优势有一种看法，而现在我们可能已经改变了这种看法**。这并不意味着我们认为该公司将进入一个灾难性的时期或类似的情况。**我们认为麦当劳前景光明，我们认为迪斯尼有一个美好的未来。但我们可能认为，他们的竞争优势并不像我们最初做出决定时想象的那么强大**。这可能意味着我们当初的决定是错误的。但这也可能是我们错了——他们现在的优势和以前一样。但是，出于某种原因，**我们认为，这些优势可能已经在某种程度上被削弱了**。”

PS：

巴菲特回答的卖出逻辑，在他进化的过程中是有变化的，有两种情况：

1. 需要钱买更便宜的东西
2. 生意的经济特征发生变化

需要钱买更便宜的东西

这是在更早的 40 年前，巴菲特认为他的想法比钱多。

在发现更好、更便宜的机会后，卖出持有股票，换成更好的股票。

这也是芒格说的，机会成本比较，选更好的那个。

这种调仓对现在的小资金来说也一样，但前提是你能挖掘优质的低估标的，否则继续持有会是更好的选择。

生意的经济特征发生变化

2000 年后的巴菲特，钱比想法多。巴菲特在芒格“合理价格买伟大生意”理念的熏陶下，愈发注重护城河和竞争优势。

评估生意的经济特征，成为持有/卖出的判断标准。而且市场上的便宜好公司，也越来越少，这种变化体现在：

- **买入逻辑，是评判公司的竞争优势强且持久**
- **卖出逻辑，是预计竞争优势没想象中那么强**

以上买入/卖出的逻辑，现在也适用，但依赖你自身的商业知识；或者说，你对好生意的判断能力。

但你需要明白，强如巴菲特和芒格也会犯错。

迪士尼和麦当劳就是两个典型例子，这个我放在下面的例子一起说。

回答 3：（巴菲特）

巴菲特：“**一个典型的例子就是报纸行业**。我的意思是，**在 1970 年，我和查理在看报纸生意。我们觉得这是一个坚不可摧的专营权**。我们仍然认为这是一笔相当大的生意，**但我们不认为 2002 年的特许经营权与 1970 年是一样的。我们也不认为 2002 年电视台网络的特许经营权与 1965 年是一样的**。而这些信念是逐渐改变的。谁知道它们是否精确或正确呢？但总的来说，这就是我们现在做出卖出股票的主要原因。如果我们进入了一个非常便宜的市场，在我们买了很多很多股票之后，我们可能会卖掉一些我们认为很便宜的东西，去买一些更便宜的东西。但现在还没到时候。查理？。”

PS：

巴菲特在 2014 清仓《华盛顿邮报》，宣告他对报业的告别，他和芒格对电视台网络的看法也是如此。不过，巴菲特也在迪士尼和麦当劳上犯过错。

迪士尼

巴菲特说过，卖出迪士尼是他最大的错误之一。

1966 年，巴菲特首次买入迪士尼，400 万美元买入 5%的股份。但仅过了 1 年，赚了 50%后，选择清仓离场。

1995 年，因迪士尼收购 ABC，巴菲特再次持股迪士尼。但 5 年后他又卖了，彻底错过 2013 年开始的流媒体和 IP 爆发期。

若以上持股持有至今，市值是数百亿美元，这是真的错过了几百个亿。

麦当劳

麦当劳也是一样，巴菲特在 1996 年买入麦当劳，但在 1998 年清仓。1996 年，麦当劳的市值不到 100 亿美元，如今市值 2,200 亿美元。

按照巴菲特当时 13 亿美元的成本算，若这笔麦当劳的股票持有至今，市值约 185 亿美元。

这是巴菲特另一个少赚 100 亿的故事。

犯错原因

巴菲特认为，麦当劳前景光明，迪斯尼未来美好。但他判断两家公司的竞争优势，在未来会逐渐减弱。

而若干年后，两家公司均成长为各自领域的全球第一。

巴菲特也经常犯错，何况我们。

在投资和理解公司的过程中，每个人都有盲区，都会犯错，没有绝对的对与错。

重要的是，你理解什么，你能看懂什么。

. . . . . .

今天就这些了。

巴菲特的建议，如何成为一个伟大的投资者？

主题 | 能力圈、阅读与长期学习

原发布日期 | 2026.02.25　　作者 | 年报其语

如何成为一个伟大的投资者？

股东的神提问，总是问到大家的心口上。

看看巴菲特，是如何给我们分享经验的。

. . . . . .

伯克希尔 2002 年股东大会问答环节，**股东提问：**

“尽管聪明绝顶，尽管天生才智可能对投资有所帮助，但我得出的结论是，**伟大的投资者是培养出来的，而不是天生的**。您和芒格先生是否同意这一结论？如果是，为什么？若否，原因为何？**如果你同意，你会建议那些想成为伟大投资者的人做哪些事情？**另外，如果一个人想要成为一个伟大的投资者，你认为他应该具备什么样的精神特质？非常感谢？”

回答 1：（巴菲特）

巴菲特：“是的，我基本上同意你所说的。我想说的是，我不知道在多大程度上这是天生的，或者说是学来的，例如把自己从人群中分离出来的能力，但这是你需要的一种品质。我完全同意你的观点，**高智商并不是必须的**。我的意思是，**你根本不需要非常聪明就能做好一个投资者**。我想说，你说的完全正确，我首先从**格雷厄姆**那里学到了很多，我还从**费雪**那里学到了一些东西，我还从**查理**那里学了很多。证据就在我的档案里。”

PS：

“我们发现，投资结果与智商之间，相关性较小。”——沃伦·巴菲特。

简而言之，投资并不依赖高智商。

“你不需要太聪明，就能成为一名好的投资者。”

巴菲特的这句话，一直是投资者的兴奋剂，它给了普通投资者希望。

但我想说，投资真的不容易。

至少，绝非大家想的那么简单。

巴菲特能从格雷厄姆、费雪、芒格那里，学到很多。

但又有多少人反思过，自己从他们身上学到多少？

回答 2：（巴菲特）

巴菲特：“从 11 岁到 19 岁，我在读加菲利普德·德鲁，爱德华兹和马吉，杰拉尔德·M·勒布，还有各种各样的书。**我是说，我读了每一本关于投资的书，但我做得一点都不好，当时我没有真正的投资哲学。**我尝试过很多东西，我玩得很开心，但我没赚到钱。1949 年，我在内布拉斯加大学读书时读

了**《聪明的投资者》**，这实际上改变了我对投资的整个看法。它真的做到了，**基本上，告诉我把股票看作是生意的一部分**。现在，这似乎是显而易见的。你知道，从某种意义上说它是一块罗塞塔石碑（Rosetta Stone 意指投资的基石）。**一旦这个理念进入你的内心深处，你会意识到你买卖的不是在图表上上下波动的东西**，或者人们递给你的小纸条告诉你"买这个，因为它下周会涨，或者它会分拆，或者股息会增加"等等。**这个理念就是，你买的是一家企业，一门生意。你现在已经为继续理性地思考投资打下了基础。你并不需要高智商才能做到这一点。”**

PS：

巴菲特说自己年轻时，并未形成投资哲学。不过依然看了很多书，都是关于技术分析的。

以前看到这些人名和著作，还得花时间去百度查查查。

现在有 AI，太方便了。

加菲尔德·德鲁（Garfield Drew）

早期**技术分析**和零股理论（Odd Lot Theory）的先驱，20 世纪中叶著名的市场分析师。著有《New Methods for Profit in the Stock Market》（股市盈利的新方法），其最著名的研究是“零股交易”。

他认为，散户（零股交易者）通常在市场顶部买入，在底部卖出。通过观察散户们的动向，投资者可以进行反向操作。

巴菲特早年痴迷图表和指标，德鲁的书教会他如何观察市场情绪。尽管巴菲特后来转向了价值投资，但对群体心理的警觉性保留了下来。

有没有想起一句话？

“别人恐惧我贪婪，别人贪婪我恐惧。”

罗伯特·爱德华兹 & 约翰·马吉（Edwards & Magee）

这对经典双人组，乃是模式识别与趋势分析的宗师，编著了技术分析圣经——《Technical Analysis of Stock Trends》（股市趋势技术分析）。

这本书定义了我们今天仍在使用的许多图表概念：头肩顶、三角形态、支撑位与阻力位。马吉认为，股票的一切信息都已经反映在股价走势图中，不需要看公司财务报表。

这本书很多人都看过。

我读研时在学校图书馆也借来看过，配合《日本蜡烛图技术》，没多久就扔了，完全看不懂。之后几年再没关注过投资，专心干审计。

巴菲特以前说过，他年轻时能背诵书中的各种形态。他后来也开玩笑说，当他把图表倒过来拿，发现结论并无区别时，他意识到这套理论并不适合他。

杰拉尔德·M·勒布（Gerald M. Loeb）

勒布与上述两位不同，是一位极具杀伤力的实战交易派，也是著名的经纪人，E.F.Hutton 公司的创始人之一，著有《The Battle for Investment Survival》（投资生存战）。

勒布的思想主张，投机是必要的。由于通货膨胀和赋税影响，单纯的持有非常危险。他强调，极度分散风险没用，应集中投资；一旦亏损达到 10%，必须立刻止损；只买入表现最强的股票。

怎么说呢，看到这儿就想起另一个人——杰西·劳伦斯顿·利弗莫尔（Jesse Lauriston Livermore），投机之王不就这么玩的。

勒布推崇集中投资，巴菲特虽不赞成频繁交易，但将鸡蛋放在一个篮子里，并小心看管的心态，在巴菲特后来的投资中有体现。

本杰明·格雷厄姆

从巴菲特真正的老师——格雷厄姆开始，《证券分析》《聪明的投资者》形成了巴菲特投资哲学的根基：

- **买股票，就是持有公司的一部分**
- **内在价值**
- **安全边际**

当你的理念发生转变，变成以公司和生意为主，理性思考的投资哲学萌芽，也就种下了。

想做到这一点不难，也不需要太高的智商，真正难的是对投资哲学的选择。

“你要清楚地搞明白，你到底更适合哪种投资方法。你能驾驭哪种投资方法，就用哪种方法挣钱。”

最重要的，是驾驭。

回答 3：（巴菲特）

巴菲特：“不过我确实认为，某些气质可能是天生的，也可能是后天习得的，并可能随着你的成长经历而得到强化。但它会随着你的人生经历以各种方式得到强化，这是非常重要的。我的意思是，**你必须面对现实，你必须准确地定义你的能力范围，你必须知道你不知道什么，而不是被它所诱惑**。同时，你必须对金钱感兴趣，否则你不会擅长投资。但如果你非常贪婪，这将是一场灾难，因为贪婪终将战胜理性。**但我认为，我读过的那些书确实塑造了我对商业和投资的看法，我认为它们现在同样有效**。在过去的 25 年里，我什么都没看过，我读了很多的书。但在投资的基本方法方面，我没有发现**格雷厄姆和费雪投资基本方法**有任何改进，**即把股票看作是生意，然后思考如何才能做成一笔好生意**。真的，这就是投资的全部意义，以及**格雷厄姆所说的安全边际**，等等。”

PS：

“你必须面对现实，你必须准确地定义你的能力范围，你必须知道你不知道什么，而不是被它所诱惑。”

能力圈的概念。

昨天文章中提过，芒格对此有严格的定义：

“遵守现实主义和纪律。找到你不知道的东西，然后别去碰它。你必须区分清楚，你能理解什么，你不能理解什么，这些必须是你的现实态度。”

以上两句话的表述，巴菲特和芒格，是一模一样。

格雷厄姆，费雪，芒格，帮助巴菲特形成了独有的商业嗅觉和投资哲学，一干就是几十年：

- 把股票看作生意
- 思考什么是好生意
- 用安全边际守住底线

读得越多，特别是到最后，能总结出来的东西，只有这几句。

回答 4：（巴菲特）

巴菲特：“**这不是一个复杂的过程，但肯定需要一种纪律，它要求你与流行的观点隔绝**。你不需要注意到它们，因为它们没有任何意义。所以你不能听很多人告诉你很多事情，因为这只是浪费时间。你最好自己坐下来想一想。比如，没有分析师的报告会告诉你，如何分析定制框架的制造商。因为对分析师而言，这样不会有任何好处。

但你必须考虑他们的业务特点和生意特征，以及他们可以从所使用的资本中获得什么，投资其实就是思考诸如此类的事情。我会读格雷厄姆和菲利普·费雪的书，然后阅读大量的公司年度报告，并思考业务特点和生意特征，并尝试思考哪些业务是我了解的，哪些是我不了解。你不需要了解所有的东西，你只需要忘了那些你不明白的。查理？”

PS：

在思考问题这件事上，AI 的出现打破了技术与非技术间的界限。我们获取知识和信息的渠道，完全被重建。

但 AI，有利有弊。

AI 可以最大限度地提升效率和信息量，但 AI 同样会让大部分人的深度思考能力退化。

因为人性，是懒惰的。

以我自己的思维逻辑顺序为例：

阅读/经历 → 思考 → 写作 → 整理逻辑 → 验证 → 反馈 → 迭代

但用了 AI 后，这个顺序发生变化：

询问/资料投喂 AI → 拿到 AI 给的结果 → 作为最终结论的参考 → 以此作为输出 → 验证 → 反馈 → 让 AI 迭代

中间少了“参与感”。

阅读、经历、思考、写作，这四个最重要的人脑运行被削弱了，变成 AI 代替我思考。

所以我才说，如果过度依赖 AI，会让人变笨。

别忘了，人脑是用才能维持，一旦停止思考就会退化。

未来与 AI 共存，已不可避免，关键是要调整自己的模式。

我现在是白天工作，尽可能多的学习 AI，用 AI 提效。

晚上阅读，外加 2 小时思考、整理、写作，争当一个日更博主。

.....

今天就这些了。

巴菲特用 7 个案例口述，如何建立经济护城河，强烈推荐！

主题 | 企业生意模式与竞争优势

原发布日期 | 2026.02.27　　作者 | 年报其语

好问题，才会有好答案。

“你认为企业成功发展可持续竞争优势的基础是什么？在这些中，你认为哪些是最持久的，哪些是最不持久的？”

为了解释清楚这个问题，巴菲特用 7 个案例做了说明。巴菲特的回答，我转换成案例解读，方便大家参考，内容分两个部分：

- **7 个案例的解读**
- **护城河分值参考**

. . . . . .

伯克希尔 2002 年股东大会问答环节，**股东提问：**

股东：“早上好，巴菲特先生，芒格先生。我叫杰瑞·麦克劳林。我来自加州的圣马特奥。首先，我想感谢你们在年度报告、信件和这些对话中所付出的努力。我学到了很多，他们很棒，这就是为什么我跨越半个国家之遥来到这里。(掌声)**你曾说过，伟大的公司是那些拥有经济护城河的公司，我理解这句话的意思是可持续的竞争优势。企业是在具有可持续竞争优势的情况下起步，还是必须在很长一段时间内得到发展？然后，你认为企业成功发展可持续竞争优势的基础是什么？在这些中，你认为哪些是最持久的，哪些是最不持久的？”**

回答 1：（巴菲特）

巴菲特：“建立竞争优势，在某些产品上需要很长时间，但我可以看到世界上的某些地区，在很短的时间内就建立了巨大的竞争优势。”

PS：

竞争优势/护城河的建立有长有短，具体要看行业和公司。但通常情况下，越容易快速建立的优势，也越容易快速失去。

为了解释清楚这个问题，巴菲特用 7 个案例做了说明。巴菲特的回答，我转换成案例解读，方便大家参考，内容分两个部分：

- 护城河分值参考

第一部分：巴菲特口述的 7 个护城河案例

1. 微软（Microsoft）

建立时间：相对快速。

建立过程：在操作系统/OS 领域，利用行业爆炸式发展的契机，迅速确立了标准。

如何打败它：一个变化非常快的行业，需通过颠覆性的技术完成替代，比如现在的 AI。若出现一种全新的计算范式，让传统的操作系统变得无关紧要，或者有竞争对手建立了新的生态标准，微软的优势就有可能像建立时一样快速瓦解。

微软的竞争优势测量核心，是标准确立的速率。操作系统，早期是一个发展和变化都极快的行业，微软通过快速发展确立市场地位。但其护城河的深度，由生态系统的渗透率决定，即产品在行业变化中嵌入市场的速度。

2. 喜诗糖果（See's Candy）

建立时间：几十年。

建立过程：从 1921 年开始，一次只开一家店。刚开始的时候，没人听说过。盒装巧克力，人们可能当作礼品，一年买一次或两次，还只适合节日或其他重要场合。喜诗糖果，通过几十年的运营和积累，才将产品嵌入到加州人的脑中。

如何打败它：极难。你不仅要做出更好吃的巧克力，还要花几十年的时间，抹掉消费者脑中，对 See's Candy 品牌的记忆，并替换成你的品牌。除非喜诗糖果亲手砸掉自己的招牌，否则竞争对手很难通过砸钱的方式，在短时间内取而代之。

喜诗糖果品牌和竞争优势的建立，完全取决于行业本身的发展方式，其测量逻辑是心智占领，也就是巴菲特说的“心智份额”。

这种优势无法在短时间内建立，必须经过几十年的积累，直到形成可识别的竞争优势。其核心在于将产品作为礼品与特定节日和重要场合挂钩，通过一次开一家店，将品牌扎根至消费者脑中。这种通过时间构建的防御壁垒，竞争对手很难在几年内，通过单纯的模仿或降价，瓦解品牌和消费者之间的情感连接。

3. 沃尔玛（Walmart）

建立时间：相对较短，巴菲特将其称为令人难以置信的工作。

建立过程：沃尔玛最初是在小城镇里耕耘，通过持续不断的学习和进步，在扩张过程中不断改进技术和运营效率。

如何打败它：必须在技术和效率两个维度上，比沃尔玛进化得更快。除非出现一家公司，能提供更低成本的供应链体系，且在沃尔玛停止学习，或出现管理僵化时，迅速侵占其市场。

沃尔玛的护城河测量维度，是学习曲线与技术迭代。虽在短期完成惊人扩张，但其核心是持续不断的进化。通过在小城镇的经营中不断学习，在过程中持续改进技术和管理流程。

其逻辑侧面放映，沃尔玛的优势并非静态的低价，而是一种动态的、通过大规模实践形成的系统性效率，才让它在零售业的血拼式竞争中保持领先 。

4. NetJets（利捷航空）

建立时间：漫长的起步期。从 1986 年起步，经历了很多年才成型。

建立过程：由创始人理查德·桑图里（Rich Santulli）提出想法，通过长时间的建设和加强，在行业还处于完全起步阶段时开始构筑壁垒。

如何打败它：这是一个极其依赖资本和安全声誉的行业。要打败它，竞争对手需要投入巨额资金，并在安全和服务记录上，保持几十年的完美表现，才能挑战 NetJets 建立的护城河。

NetJets 的测量点，是先发优势的自我强化。该行业在 1986 年有了构想后，经历了漫长的起步阶段。理查德·桑图里建立并正在加强的，是随着时间推移而不断巩固的可持续竞争优势。

在特定的资本密集型或服务密集型行业，先发者通过早期布局，以及不断加强的服务网络，可以构建起新进入者难以逾越的门槛。

5. 可口可乐（Coca Cola）

建立时间：几十年。在发明 60 年后，才开始爆发。

建立过程：可口可乐于 1886 年发明，辗转几十年，还要面对成千上万的竞争者。直到二战期间，由艾森豪威尔将军推动，可口可乐在全球建立了灌装厂，让可乐这个产品，成为军人对家乡的寄托。他说：“我想让每个美国军人都能喝到可乐，我想要一些东西，让他们想起家乡。”

如何打败它：即便是今天，要取代可乐的“心智份额”，非常之难。打败它的唯一假设是，人们的习惯完全改变，或者可口可乐发生毁灭性的信誉危机，导致其在全球范围内的品牌全部断裂。

可口可乐的逻辑是，全球分销与心智份额。从 1886 年发明到爆发，中间相隔 60 年的时间。直到二战期间，通过军事渠道建立全球化生产能力，将产品转化为家乡的思念，建立了极强的心理占位。

6. 迪士尼（Disney）

建立时间：相对较快。

建立过程：在《白雪公主》等几部关键动画长片大获成功后，迪士尼迅速建立了品牌。

如何打败它：在很长一段时间内，迪士尼在该领域没有对手。打败它的假设是，出现另一家在创意、情感连接和技术上，全面超越它的动画工作室，并且迪士尼自身失去了创作经典的能力，导致其品牌形象贬值。

迪士尼的测量指标，是内容垄断带来的品牌溢价。它通过《白雪公主》等关键作品，在短时间内建立品牌壁垒，也就是 IP。其逻辑在于，动画长片这个特定领域中，迪士尼曾长期处于无竞争对手的真空状态。这种独一无二的创造力，让迪士尼动画迅速占领消费者心智，建立起了一种难以被后人复制的经典内容库护城河。

回答 2：（芒格）

芒格：“是的，有很多不同的模式可以创造可持续的竞争优势。但也有一些模式，你可以非常快地失去竞争优势。

安达信会计师事务所（Arthur Andersen），成立于 1913 年，曾经是全球最大的会计师事务所。2002 年因安然事件被迫退出审计业务，但就在不久前，它在美国有很好的名声。

不过，我认为失去箭牌口香糖的好名声，比失去安达信会计师事务所的好名声更难。我认为，随着时间的推移，人们获得了一些非常显著的竞争优势。而投资过程中最大的麻烦是，它们往往是如此明显，以至于股票以非常高的价格出售。”

PS：

巴菲特在这儿提到了士力架（Snickers），士力架成为排名第一的巧克力棒，已经有三四十年了。

7. 士力架 (Snickers)

建立时间：持续排名第一，已有三四十年。

建立过程：建立在极强的消费者习惯之上。一旦人们对某种零食感到开心满意，他们就不再愿意随便去尝试别的。

如何打败它：巴菲特在这儿直言，很难想出办法击败他们。除非你能发明一种让人产生更强依赖感的口味，再花费数十年的时间，让人们改变现有的咀嚼习惯。

士力架的测量核心，是人类生理惯性与低转换成本。士力架能保持三四十年排名第一，是因为消费者一旦对某种口味感到满意，就不会在选择口香糖或巧克力棒时再动脑筋。这种基于习惯的护城河极难被击败，因为消费者倾向于重复且已验证过的快乐。低客单价的成瘾性或愉悦性产品，习惯本身就是最深的护城河。

总结

在查完巴菲特给的 7 个案例后，有三点总结：

1. **慢即是快。**像喜诗糖果和可口可乐这样，需要几十年建立的优势，极难被攻克。
2. **快亦是险。**在快速变化的行业，比如微软。优势建立要快，但风险是它可能流失得同样快。
3. **习惯是护城河。**消费者下意识的第一选择，是投资中最稳固的防御。

第二部分：2026 年护城河的分值参考

我以前也看过很多关于**“量化护城河”**的案例，给大家一个逻辑模型参考，主要有 3 点：

- ROIC：衡量护城河将资源转化为盈利的能力
- **毛利率稳定性：**衡量品牌定价权
- **市场占有率与粘性：**衡量防守广度

用今天的两个案例作参考：可口可乐和沃尔玛。

一、可口可乐

1.核心

品牌与心智份额护城河。

2. ROIC：约 23%

即便在全球供应链波动的环境下，可口可乐依然保持了极高的资产利用效率。

3. 毛利率: 60.5%

极强的定价权，足以抵消通胀影响。

4. 分值估算

- 品牌强度（40%）：95 分，全球心智占有率极高。
- 效率与分销（30%）：92 分，百年积累的全球灌装厂网络。
- 习惯防御（30%）：90 分，消费者闭着眼睛选的心理效应。

5. 2026 年护城河分值参考：92.6/100

二、沃尔玛

1. 核心

规模与系统护城河。

2. ROIC：约 14.5%

作为重资产的零售业，该指标已是顶尖水平，是沃尔玛不断改进技术和效率的结果。

3. 毛利率：24.8%

虽不及快消品行业，但沃尔玛净利润的稳定性，来源于极致的成本控制。

4. 分值估算

规模与效率（40%）：96 分，全球最大的零售供应链。

技术进化（30%）：85 分，在自动化和全渠道转型中持续进步。

价格防御（30%）：88 分，强大的采购话语权。

5. 2026 年护城河分值参考：86.3/100

三、综合分析

虽然两家公司都是伟大的公司，但可口可乐的护城河，在本质上比沃尔玛更深，就像巴菲特和芒格说的：

“失去安达信（沃尔玛类似的声誉依赖）容易，但要让人们改变嚼箭牌口香糖或喝可乐的习惯（心智份额）要难得多 。”

. . . . . .

今天就这些了。

巴菲特和芒格，从 3 方面解读如何判断能力圈

主题丨能力圈、阅读与长期学习

原发布日期丨2026.03.03　　作者丨年报其语

“如果你对自己的能力范围内的事情有疑问，那就不是你的能力圈。”

——沃伦·巴菲特

“我认为如果你有能力圈，你几乎会自动地感觉到，能力圈的边缘在哪里。”

——查理·芒格

……

伯克希尔 2002 年股东大会问答环节，**股东提问：**

“大家好，我是史蒂夫·罗森伯格。我 22 岁，来自密歇根州安阿伯市，很荣幸来到这里。首先，我要感谢你们两位，你们为我和其他许多人树立了英雄和积极的榜样。比起你的成功本身，我更尊重你无与伦比的正直。我的问题是，**像我这样的年轻人，如何发展和定义他们的能力范围**？”

回答 1：（巴菲特）

巴菲特：“哦，是的，这是个好问题。我想说的是，**如果你对自己的能力范围内的事情有疑问，那就不是你的能力圈**。

换句话说，我会看下企业的名单，我敢打赌你可以理解一个可口可乐装瓶厂，你可以了解可口可乐公司，你可以理解麦当劳，你也可以在一定程度上理解通用汽车公司，但你可能无法对它进行估值。有各种各样的生意，你当然可以理解沃尔玛，同样也可以理解好市多，但这并不意味着你是否能够决定价格应该是多少。

如果你买入了你的朋友正在买入的东西，或者你听其他人都说会赚很多钱而买入，而你不知道它到底是干嘛的，你也不确定你是否理解——那并不是你的能力圈。你知道，我的意思是，乖乖呆在能力圈里混，总比小心翼翼的在钢丝绳上行走要好。你会在这个圈子里找到很多东西。

能力圈小并不可怕。我想说我的能力范围很小，但也足够大了。你知道，我总能找到一些东西。当有人向我提到 Larson-Juhl 定制相框公司的时候，那是在我的能力范围之内。我以前甚至没有想过，但我知道它就在我的能力圈里。**我是说，我可以立即评估类似这样的生意**。

前几天我接到一个大型金融公司的电话，我理解他们的工作，但我不理解公司内部发生的一切，我也不确定我是否能够在独立于使用伯克希尔的信用以外，持续地为它提供资金，等等。因此，**即使我能理解他们所做的每一笔交易，我也不认为整个企业或其运作一定在我的能力范围之内**。查理？”

PS：

什么是你的能力圈？

巴菲特的回答：

“如果你对自己的能力范围内的事情有疑问，那就不是你的能力圈。”

简单说，面对一家公司，如果还有很多事，你需要问别人才能搞清楚，那说明该公司目前还不在你的能力圈以内。

巴菲特解释了 3 个方面的问题：

- 你理解某家公司的运作，但不知道怎么给它估值
- 你跟着别人买了，但你不知道它是干嘛的
- 能力圈小并不可怕，关键是要懂

1. 理解但无法估值

巴菲特一口气点名 5 家公司，可口可乐，麦当劳，通用汽车，沃尔玛，开市客。

只需要一个标准，就能判断你是否懂了——**估值**。

可口可乐值多少钱？

麦当劳值多少钱？

通用汽车值多少钱？

沃尔玛值多少钱？

开市客值多少钱？

若你能轻松回答上述问题，说明你懂了。对于估值，巴菲特和芒格一直有专门的定义，“一家企业未来能赚取多少现金流，用合适的折现率折现，加总的金额就是内在价值”。

其中最关键的问题只有一个：

企业未来 10-20 年，每年大概能赚多少现金流？

看似很简单，实际上需要你非常理解，一家公司的商业模式。

如何判断这个理解？

举个例子，开市客。

截至 2025 财年，其自由现金流为 78 亿美元。而我对开市客的估值理解是 2,500~3,000 亿美元，但开市客当前市值 4,400 亿美元。

中间差了 1,500 多亿美元。

相当于在当前市值上，至少打 6-7 折，才是我心目中的安全边际。

我为什么会有这个估值？以 80 亿为基期的未来现金流如何判断？

这里面有 3 个问题，你需要考虑清楚：

- 开市客现金流的来源是什么？
- 未来现金流的增长底限是什么？
- 换做是你，你会如何经营开市客？

我分享下我对此的理解。

开市客的现金流来源，有两个重要部分，会员费和零售。

会员费

开市客的会员费有两个最关键的数据，**持卡人数**和**续费率**。

截至 2025 财年，开市客全球持卡人数 1.45 亿，全球平均续费率为 90%。其中，金卡 65 美元/年，黑卡 130 美元/年。

只要持卡人数在增加，续费率保持在 90%及以上，开市客每年的会员费，就是一个固定且稳定的现金流入。

零售

零售又分为，**精选 SKU** 和**自有品牌（Kirkland）**。

这个部分的关键经营数据也是两个，**门店总数**和**单位坪效**。

截至 2025 财年，开市客全球门店总数 914 家，单位坪效 2,004 美元/平方英尺（不含会员费）。其中，全球平均单店销售额 2.95 亿美元。

只要门店数量在增加，单位坪效不减少，开市客在零售端的利润，还会持续慢慢攀升。

在这个基础上，开市客未来增长的保底又是什么？

第一，新开门店。开市客的管理层，出了名的求稳不求快，新增门店的有机增速保持在每年 3%左右。加上开市客开店的宗旨是，能买就买，不买才租，所以开市客全球的开店速度都是非常慢的。

第二，单位坪效。追求效率的极致，开市客也是出了名的。在现有每年零售额 2,700 亿美元的基础上，开市客的单位坪效居然还提升了 5%。

只要开市客在这两点基础上，保证会员的权益，那么开市客的现金流是很难被断掉的，除非顾客有另外的更好选择。

这个问题，要说回开市客的经营原则：

- 遵守法律
- 照顾会员
- 照顾员工
- 尊重供应商
- 回报股东

整个 Mission Statement，就这五条，没了。

经营原则中，还有很多细节和坚持，但这些就是开市客的全部，若换做是你，你又会如何经营开市客？

理解这些问题后，我对开市客估值的看法是，80 亿/年的自由现金流保底，未来会持续缓慢增长（不低于 3%），按照最低 3%+的无风险利率毛估估，估值在 2,500 亿美元上下。

开市客是芒格一生最爱，是一家伟大的企业，全球有超过 34 万员工。

但我认为开市客的估值太高了，4,400 亿的当前市值，已超出了我的理解范畴。若开市客有机会回到 3,000 亿以下，且经营状况无任何大的变动，就回到我的理解范围。

2. 其实不懂公司

你曾经是不是也这么干过，看见朋友买了某只股票，翻了一倍，跟着去问之后买什么。

但买了后，忐忑不安。股价一涨就问朋友，可不可以卖了；股价一跌就问朋友，要不要赶紧跑。

因为你完全不知道你在买什么。

这就是对你能力圈的真实判断，买了让你心中不安的东西。说到底，只要是你理解范围之外的东西，你都无法掌控自己的内心。

这不光是买卖股票，生活，工作，感情，甚至人生都是这样。

3. 懂＞能力圈大小

巴菲特口中的能力圈小，和我们理解的小，是不一样的。

这位可是在 70 年里，看过上万家公司的老人，还是一份年报，一份年报看完的，这不光是时间、精力、积累那么简单。

用现在的标准看，相当于脑中自带一个，筛选全球公司的 AI 大模型。

他脑中的公司池基数，是我们绝大部分个人无法比拟的，这就是巴菲特口中的“能力圈足够大”。但他对自己足够诚实，他和芒格只选自己看得懂的东西，也是他说的“能力范围很小”。

你可以理解为，看过上万家公司，能看懂的不多，但绝对不少。

只要是他和芒格看懂的公司，都可以立即评估生意的价值。

回答 2：（芒格）

芒格：“是的，**我认为如果你有能力圈，你几乎会自动地感觉到能力圈的边缘在哪里**。因为毕竟，**如果你不知道它的边界，它就不是你的能力圈**。所以，我认为你问了一个几乎能自圆其说的问题。我猜你知道自己完全有能力在你熟悉的各种领域做什么，但确实有很多其他的领域，在那些圈子里很多事情会超出你的深度认识。我的意思是，如果你没有接受过任何训练，你就不会尝试和鲍比·菲舍尔下棋或者在高空飞人上做特技。我猜你很清楚自己能力的界限在哪里，我想你可能也很清楚你想把边界延伸到哪里。你必须通过努力，包括练习来扩展边界。”

PS：

芒格对能力圈的回答：

“我认为如果你有能力圈，你几乎会自动地感觉到能力圈的边缘在哪里。”

打个比方，走钢丝。

一般人应该不会觉得，自己可以随便走钢丝吧。

若你曾经走过很细很细的独木桥，还没有摔下去过，你也许会觉得自己能走钢丝。

但在你真正勤加练习，并尝试几次走钢丝训练前，我并不认为你有十足把握，不会从钢丝上掉下来。

所以，其实每个人都很清楚，自己能力的界限在哪里，也非常清楚如何延伸这个边界。

至少通过努力，是一定可以拓展你能力边际的。

最怕的事有两件，一懒惰，二自大。

. . . . . .

今天就这些了。

巴菲特 2002 年解释，如何定义投资？

主题丨市场波动、风险与投资心理

原发布日期丨2026.03.04　　作者丨年报其语

投机，是零和博弈。

投资，是创造新的现金。

2002 年股东大会，巴菲特再度解释，投资和投机的区别。

. . . . . .

伯克希尔 **2002 年**股东大会问答环节，**股东提问：**

“鉴于你对黄金的假设，如果你考虑到美元对黄金的价值大幅下降，假设下降 40%或更多。考虑到 1929-1948 年和 1964-1981 年这两个时期黄金与美元贬值的正相关关系，而与你所研究的另外两个领域的负相关，**你是否愿意调整你对未来十年普通股的 7%的预期年回报率？**非常感谢。”

回答 1：（巴菲特）

巴菲特：“最终，**一家企业或任何经济资产在其生命周期内，都将以现金的形式产生价值**。

如果你拥有油田，拥有农场，拥有公寓——比如说有了油田，关键就是你能从油田中得到什么。但不管它是什么，它都值得产出石油的折现价值。然后你必须对未来即将产出的石油的数量和价格作出估计。在农场，你可以对作物产量、成本和价格进行估算。而公寓，你要对租金和运营费用做出估计，以及它能持续多久，以及人们何时会建造其他新的公寓，未来哪种公寓会让潜在的租户会觉得更好，等等。

但所有的投资都是为了将来收回更多的钱。现在，有两种方法来把钱拿回来。**一种是从资产本身会产生什么考虑，这是投资。另外一种是其他人以后会付你多少钱，而不考虑资产的产出，我称之为投机**。所以，如果你关注的是资产本身，你就不会关心报价，因为资产会为你产生资金。这就是整个社会所有人将从投资该资产中获得的东西。然后还有另一种看待它的方式，那就是认为明天有人会为它付钱给你，即使它毫无价值。这只是一种赌博。”

PS：

这是巴菲特再次解释，投资和投机的区别。

投资目的是什么？

为了将来得到更多的钱。你投入 100 块，便要拿回 120 块，只是拿回 120 块的方法有两种，投资和投机。

什么是投资？

巴菲特解释，**从资产本身出发，考虑会产生什么，这是投资。**

若你关注资产本身，你就不会关心股价，因为资产会为你产生新的现金，这就是现金流的概念，而现金流又带来估值的概念。

油田，农场，公寓，三个例子要说的意思都一样。

油田，是开采，取油，装桶，卖出去，从而换取现金流入；现金流出，是初期投入和持续开采成本。两者之差，便是每年新产生的现金。只要你知道每年产出的石油数量，市场价格，开采成本，储备总量，开采时间。该油田的总价值，就能通过未来现金流估算出来。

农场，类似于油田，但农场是自己种植。只要你知道每年的农作物产量，种植成本，市场单位价格，农场每年的利润，你就估算的出来。然后你算一个种植的年限，农场的未来现金流折现也估算得出来。

最终，你考虑的是，一家公司或者任何资产，在未来若干年里，能产生多少现金，这就是资产的价值。

什么是投机？

你买了一样东西，但期待明天就有人，愿意花更多钱从你手上接盘，让你轻松挣钱，完全不考虑资产、存续期和现金流，巴菲特称之为投机。

这就是一种变相的赌博，继续看巴菲特的解释。

回答 2：（巴菲特）

巴菲特：“当然，社会整体最终也不会从中得到任何好处，但一个群体的收益是从另一个群体的损失中获取的。当然，在几年前的泡沫中，这种方式运行到了极致。当时人们买入的所有这些东西都不会产生任何回报，但是在短期内发生了大量的财富转移。**作为投资，你知道，它们是一场灾难。而作为财富转移的手段，它们对某些人来说是极好的。**对于处在财富转移另一端的其他人来说，它们就是灾难。我们不关心某样东西是否有报价，因为我们不会带着把它卖给别人的想法去买它。我们看的是业务本身会产生什么。我们在 1972 年买了喜诗糖果。它的成功是因为它随后产生的巨额现金。而这不是基于我每天给经纪行的人打电话说，"我的喜诗糖果的股票价格多少？"这就是我们处理任何投资的思维方式。”

PS：

我理解的投机，是零和博弈。

你赚的钱，是别人亏的钱；你亏的钱，也是别人赚走的钱，但市场总资金量不变。

假设这场博弈只有两个人，你和对家，每人携带 100 元进场，此时市场总资金量为 200。

若你赚 100，则对家亏 100，总资金量依然是 200，只是你变成 200，对家变成 0。

若你亏 100，则对家赚 100，总资金量依然是 200，只是你变成 0，对家变成 200。

这个过程本身，是不产生额外现金增量的，只是资金在双方之间的转移。

所以巴菲特解释说，一个群体的收益，只是另一个群体的损失。在短期内，发生了大量的财富转移。但社会整体，不会从中得到任何好处，因为总资金量没有变化。

投资在这一点上，的确是有区别的。

因为投资级别的资产，能够自己产生新的现金流，也就是增量资金，不需要和别人博弈。

假设一家公司，现在值 100 亿，每年赚 12 亿，花了 2 亿资本支出，剩 10 亿用来分给股东。

10 年后，这家公司依然建在，生龙活虎。此时，公司市值依然是 100 亿。

但在过去 10 年里，公司总共花了 20 亿用于再投资，还给股东总共分了 100 亿。

换句话说，公司在过去 10 年里，共计创造 120 亿的新增现金，但公司依旧还值 100 亿。

投机，是零和博弈；投资，是创造新的现金。

. . . . . .

今天就这些了。

2003

巴菲特 1986 年解读会计思维：商业实践优先

主题丨财务质量、现金流与资本回报

原发布日期丨2026.03.05　　作者丨年报其语

如何看待会计？

巴菲特在 1986 年的信中，用当年的一笔收购交易，解释了会计思维的应用。

. . . . . .

伯克希尔 2003 年股东大会问答环节，**股东提问：**

“我的名字是约翰·弗罗伊登伯格，我来自德国。**我想知道你最喜欢的会计书，谢谢。**”

回答 1：（巴菲特）

巴菲特：“我已经很久没有读过会计书了。我记得我上大学的时候读过芬尼的书。我一直很喜欢会计。对于任何一个做生意的人来说，基本上都缺乏足够的会计知识。但我不太了解最新的讲解会计书籍。也许查理最近一直在读这些书。实际上，我希望，如果你长期阅读伯克希尔的报告，你可能会学到一些关于会计的东西。”

PS：

很多人其实并不清楚会计的用处。

会计是一种规则，在这个规则之下，藏着管理层不为人知的秘密。

会计思维的作用，具体表现在什么地方？

1986 年致股东信中，巴菲特提到当年的一笔并购交易，原文如下：

附录： 购买法会计调整与现金流量谬误

「股东盈余」vs「现金流」

首先是一个简短的测验：以下是两家公司 1986 年的简要损益表。哪个公司更有价值?

千美金	公司 O	公司 N
收入	677,240	677,240
-销售成本:	349,471	359,504
历史成本，不包括折旧	341,170	341,170
特殊非现金存货成本		4,979(1)
厂房和设备折旧	8,301	13,355(2)
毛利润	**327,769**	**317,736**
-销售和管理费用	260,286	260.881
-商誉摊销		595(3)
营业利润	**67,483**	**56,855**
+其他收入净值	4,135	4,135
税前利润	**71,618**	**60,990**
-适用所得税:	31,387	32,385
历史递延和当期税款	31,387	31,387
非现金跨期分配调整		998(4)
净利润	**40,231**	**28,605**

“正如你可能已经猜到的那样，公司 O 和公司 N 是同一家公司：ScottFetzer。公司「O」代表旧公司，指的是假设我们在 1986 年没有购买该公司，按照 GAAP 会计准则编制的损益表，公司「N」代表新公司，指的是在 1986 年伯克希尔收购该公司后，按照 GAAP 会计准则编制的损益表。

应该强调的是，这两家公司描述了同一个经济现实，就是营收、薪资、税收等相同。并且两个公司贡献给股东的现金流也一样，唯一不同的就是适用的会计规则。**那么，各位专家们，哪一份报表才是事实？管理者和投资者应该关注哪一份报表？**

在处理这些问题之前，让我们先看看这两家之间到底有哪些差异。我们将试着在某些方面简化讨论，当然简化不会导致错误的分析或结论。新公司 N 和旧公司 O 之间的差异是因为我们购买 ScottFetzer 支付的金额与其会计公布的账面价值不同。根据 GAAP 会计准则，这种差异(溢价或折价)必须计入「购买法差异调整」来说明。就本例而言，我们支付了 3.15 亿美元买下账面价值 1.724 亿美元的资产，中间产生 1.426 亿美元的溢价。”

总的来说：

收购前，O 公司的净资产是 1.72 亿。

收购后，N 公司的净资产是 3.15 亿。

中间差价 1.43 亿，就是支付的溢价。但其实 O 和 N，是同一家公司。

巴菲特花 3.15 亿，买了一个原价 1.72 亿的资产，可能资产确实好，他愿意多掏 1.43 亿。

本来没什么，但偏偏有人作怪，所以问题来了。

原文如下：

“有一点很重要，这些新增的总计 1160 万美元会计摊销成本是不能抵扣所得税的。所以新公司缴纳所得税与旧公司完全相同，尽管依照 GAAP 会计准则这两个公司的损益表差异很大，就净利润而言，未来也是如此。当然，万一 ScottFetzer 出售其部分业务，两者的税负影响就会有不同。

到 1986 年底，通过扣除 1160 万美元的摊销成本后，新旧两家公司的净资产之间的差额已从 1.426 亿美元减少到 1.310 亿美元。随着时间的流逝，类似的摊销费用将导致大部分收购溢价消失，两个公司的资产负债表将趋于一致，然而土地或存货的向上重估必须等到这些资产出售后才会消失。”

我帮大家翻译下。

GAAP 跑来告诉巴菲特：“你娃必须按 3.15 亿，来记录账上的资产。”

巴菲特：“啥子喃？这家公司本来就只值 1.72 亿，我多花钱是我个人愿意，要是按 3.15 亿入账，账上凭空多出来 1.43 亿，你说咋个整？”

GAAP：“你莫慌，有办法，大家都这么搞滴。你听我的，把多花的 1.43 亿，丢到商誉里头。你不是喜欢长期持股吗？未来 10 年，一年摊销一点，慢慢消化，时间会抚平你的伤口。”

巴菲特：“现在都玩儿这么花了？这家公司现在一年赚 4000 万，如果按你说的，把我多花的钱记进来摊销，一年要多摊销 1400 万左右，相当于我对外披露公司赚的钱比以前更少。”

芒格：“小巴，莫管煞笔 GAAP。这种方式记账，把公司原本赚 4000 万的利润，活生生搞成对外披露只有 2600 万，就因为一年要多摊销 1400 万。”

巴菲特：“兄弟，没得事。就算账上这么记录，但实际上不管账务上怎么处理，公司实际上是一年挣 4000 万，我无所谓。那群煞笔要这么搞，等他们搞，反正公司我们买了，继续赚钱。我们的实际股东收益，比 GAAP 记账下的利润高 1000 多万，我们自己晓得就对了。我听你的，闷声发财。”

巴菲特：“还有个事，这些用现金流的华尔街之狼，也确实是 gou。用经营现金流，谎称自由现金流。兄弟们，自由现金流，是经营现金流扣除资本支出后的剩余。但某狼只给你们说经营现金流，就是不告诉你还要扣除资本支出，其目的就是为了把估值抬高，低价筹码高价出货给你们，不要当冤大头，不要当接盘侠。”

以上，就是会计思维的举例。

回答 2：（巴菲特）巴菲特：**“一旦你了解了会计的基本知识，你就可以通过阅读好的商业文章来处理会计问题、会计丑闻之类的事情**，你可能会学到更多的会计知识。我的意思是，你真正需要知道的是，**你需要知道数字是如何组合在一起的？它的基本原理是什么？然后你必须知道可以运用这些做什么**。你可以从了解一家企业的原始会计数字开始，但你必须在此基础上带来一些额外的东西。我想不出任何关于会计主题的好书。我想我读了很多好的杂志文章，这些文章在过去的几年里丰富了我的知识。我读了很多年度报告，看到人们可以用会计做什么。

正如我之前所说，**如果我不理解，我想可能是因为管理层不想让我理解。如果管理层不想让我明白，那可能是出了什么问题**。我的意思是，人们通常不会在没有目的的情况下混淆数字。当你遇到这种情况时，最好的办法就是远离。查理？”

PS：

如果你认为财报分析的目的，是通过财务数据看企业质量，这个方向需要稍微调一下。

有个东西需要各位提前理解：

年报阅读，财报或财务分析，两者是不一样的。

1. 财报或财务分析

是指通过“财务报表和附注”，从数字变化中，察觉企业可能出现的问题。

但财报分析有个大前提，你得先清楚知晓，公司的商业模式和经营状况。否则，看财报相当于做无用功。

2. 年报阅读

实际上由三个大的部分构成：

- 商业模式和风险提示
- 管理层讨论与分析
- 财务报表和附注

读年报，是为了搞清楚公司当年的总体经营状况，以及管理层的口吻。管理层是在吹牛皮，编故事，画饼；还是在打马虎，避重就轻，故意不提伤心事。

读年报，需要你在了解公司商业模式和经营状况的基础上，判断管理层是否真的是在勤勤恳恳的经营公司，而不是干一些偷鸡摸狗的事。

这些东西，你光拿几张财报，是看不出来的。管理层说的话前后不一，这种情况每天都在上演，经历多了，看多了，你也就能感觉到了。

巴菲特给了两条建议：

第一条，你需要知道数字是如何组合在一起的？它的基本原理是什么？然后你必须知道可以运用这些做什么，多去读好的商业文章。

第二条，如果我不理解，我想可能是因为管理层不想让我理解。如果管理层不想让我明白，那可能是出了什么问题。

回答 3：（芒格）

芒格：“是的，如果你问沃伦他知道哪些关于会计的好书，那就像问他有哪些关于呼吸的好书一样。**这意味着，你要从学习会计记账的基本规则开始，这有点像加减法的基本规则。然后你必须花费大量的时间，才能将会计与真实的世界联系起来，这是一个终生的过程**。”

PS：

芒格的会计哲学，绝不比巴菲特低。而且，芒格任职多家公司的审计委员会成员，甚至被 SEC 认定为审计委员会财务专家。

最典型的例子是，芒格在 Costco/开市客董事会任职超 25 年，且担任审计委员会成员，深度参与公司财务监督与审计工作。

你说芒格对会计和审计的理解不够深，我反正不信。

.....

今天就这些了。

芒格如何让巴菲特放弃烟蒂，转向伟大公司？

主题丨投资决策、机会成本与组合选择

原发布日期丨2026.03.06　　作者丨年报其语

从格雷厄姆式捡烟蒂，即低价买平庸公司，转向以合理价格购买伟大公司。

芒格是如何让巴菲特放弃烟蒂股，从而转向投资优质企业的？

巴菲特后来多次表示，若没有收购喜诗，就没有后来投资可口可乐。

.....

伯克希尔 2003 年股东大会问答环节，**股东提问：**

“大家好，我的名字是凯文·特鲁伊特(KevinTruitt)，我来自伊利诺伊州芝加哥。我的第一个问题是，芒格先生，你在很大程度上让沃伦放弃了本·格雷厄姆的烟蒂投资法。据说，购买喜诗糖果教会了你们要购买好企业。你是在什么时候意识到购买好企业是一个更好的长期投资策略的？在你和沃伦的讨论中，是什么让你说服他朝那个方向前进？**巴菲特先生，在芒格收购好企业的理由中，是什么说服你放弃了投资烟蒂股的方法，并朝着芒格的方向前进？**谢谢。”

回答 1：（芒格）

芒格：“是的，我认为，我是沃伦·巴菲特的伟大启蒙者，这一说法有些神话色彩。(笑声)

沃伦不需要太多的启蒙，但我们都一直在学习，所以我们五年前的那个人，不如现在在场的那个人明智。

喜诗糖果确实给我们俩上了精彩的一课。如果我告诉你整个故事，你会得到教训的。因为如果喜诗糖果再多要 10 万美元，沃伦和我就走了，我们当时就是这么傻。

我们没有走的原因之一是，当我们做出这个美妙的决定时，我们不打算多付一分钱，**艾拉·马歇尔（Ira Marshall）对我们说，"你们这些家伙疯了吧。有些东西你们值得多付点钱。"她指的是生意的质地。"你们低估了生意的质地。"**沃伦和我并没有像他们在很多地方那样行事，我们听取了批评意见，所以我们改变主意了。

这对任何人来说都是一个很好的教训，**建设性地接受批评的能力是很重要的**——好吧，想想我们从接受一个批评中赚了多少钱。如果你把我们从收购喜诗糖果中学到的间接影响计算在内，你可以说，**伯克希尔的建立，在一定程度上是通过从批评中学习**。不过现在，我们今天不想再要更多的批评了。”

PS：

这里需要了解一点背景。

伊拉·马歇尔（Ira Marshall），芒格早期基金 Wheeler, Munger & Co.的合伙人，也是芒格的密友与重要商业伙伴。

1972 年，在收购喜诗糖果的过程中，伊拉是关键说服者。当时的巴菲特，因收购价格高而犹豫，伊拉向芒格陈述喜诗的品牌价值与提价潜力，他认为喜诗是特别的公司，值得更高价格。最终让芒格下定决心，说服巴菲特收购喜诗糖果。

伊拉当时的原话是：

“你们这帮人疯了。对于优质企业、优秀人才，你们应该愿意多付钱。**你们低估了质量的价值。**”

芒格后来坦言：

“伊拉真的让我们感到羞愧，沃伦和我当时太吝啬了。”

“Ira really shamed us.”

“我们最初的报价很吝啬，但伊拉·马歇尔说服了我，这是一家非同寻常的公司，值得为它多付钱。”

正如芒格所说，伯克希尔在一定程度上，是通过从批评中学习建立起来的。

建设性的接受批评，终身持续学习。

这两点，非常难做到。

喜诗糖果的收购，成为巴菲特投资哲学的分水岭。

从格雷厄姆式捡烟蒂，即低价买平庸公司，转向以合理价格购买伟大公司。

巴菲特后来多次表示，若没有收购喜诗，就没有后来投资可口可乐。

回答 2：（巴菲特）

巴菲特：“查理曾解释道，我从本·格雷厄姆那里学到了投资，并从中受益匪浅，**格雷厄姆是一位专注于定量方面的投资者。但他并没有忽略定性方面，**他说你可以在定量方面赚到足够的钱，这是一种更有把握的做事方式，可以让你识别雪茄烟蒂。他说，**定性更难教，也更难学，它可能比定量需要更多的洞察力**。此外，定量方面已经工作的很好，所以为什么要(在定性方面)更努力呢？在小范围内，你知道，这是一个非常好的观点。

在某种程度上，格雷厄姆的背景与我不同，我对这位了不起的老师印象深刻，这是有原因的。但正如我们所指出的，以公平的价格收购一家出色的企业，比以较高的价格收购一家出色的企业更有意义。

但定性方面，查理真的做到了——不仅仅是艾拉·马歇尔，**查理比我开始投资时更强调定性**。多年来，我们已经改变了我们的关注点，**或者说我已经改变了我的关注点，查理早已经这么做了**。当然，我们也从所见所闻中学到了东西，当你观察了 50 年的企业，了解它们的一些事情并不难，比如在哪里可以赚大钱。”

PS：

通读《证券分析》，你会发现，格雷厄姆在股权部分，几乎每一个章节，都会提到一个观点：**认真思考定性问题**。

他从未回避过定性这一点，只是定量更易教学，定性更难传述。

格雷厄姆写《证券分析》和《聪明的投资者》，是为了普及一个所有人都可以学习、理解、使用的投资方式。

比如影响巴菲特一生的概念，**安全边际原则**。

至于芒格的智慧，直接读《穷查理宝典》。读完股东大会实录，下一个就是跨学科思维的应用。

我最近搭建 AI 分析框架的提示词后，丢给 AI 分析，得到的结果是：

“只有 60%多的巴菲特式分析逻辑。”

原因我也很清楚，因为在这个新的分析框架中，少了芒格的逆向思维，跨学科思维验证，以及风险审计把关。

若巴菲特执行，算价值，看价格，看现金流，看安全边际，做最终买入和持有决策。

那么芒格做的是，辨别什么是伟大的生意，规定能力圈边界，拒绝愚蠢的机会，守住道德与理性底限，避免因为蠢而亏大钱。

两人合在一起，才是完整的巴菲特式投资。

在设计分析提示词时，经过我和朋友的验证，我强烈推荐大家，在提示词中，新增一个单独部分：

芒格式，风险识别、提示和把控。

若你做过审计，可以直接用 IAASB 的“风险审计原则”，搭建一个反推逻辑的提示词，逆向验证 AI 给的最终结论。

若没有做过，直接问 AI，让 AI 给你生成一版提示词，先用起来，你会有新的发现。

回答 3：（巴菲特）

巴菲特：“现在，你问这是什么时候发生的？这是非常有趣的。因为即使你有了一个新的、重要的想法，旧的想法仍然存在。所以(脑海里)有这种闪进闪出的东西。我的意思是，**我们从雪茄烟屁股到出色的公司之间并没有一条鲜明的红线**。但我们朝那个方向前进，偶尔也会后退，因为雪茄烟屁股能赚钱。但总体而言，我们一直在朝着越来越好的公司的方向前进，现在我们已经拥有了一批优秀的公司。”

PS：

一句话总结：“巴菲特每次下手的公司，都是买在极便宜的时候。”

……

今天就这些了。

为什么巴菲特说，阅读是普通人投资的起点

主题 | 能力圈、阅读与长期学习

原发布日期 | 2026.03.10　　作者 | 年报其语

“很少有人有这样的想法，只专注于寻找少数投资机会。”

——查理·芒格

你不需要对世界上 20%的公司，或 10%，甚至 5%的公司，都是正确的，你只需要每一两年，得到一个好主意。

但你需要阅读大量的金融资料，你需要在你的头脑中有一个数据库，这样你就可以通过看数字，来判断你在看什么类型的业务。

.....

伯克希尔 **2003 年**股东大会问答环节，**股东提问：**

“奥利弗·格劳萨，来自奥地利维也纳。我的问题有两部分：

第一部分，你如何获得一些优秀的投资理念，并取得如此成功？你看什么特别的报纸或行业杂志吗？还是参观公司的总部或任何子公司？你会使用哪些信息来源，比如书籍、价值线、标准普尔、穆迪、路透社、彭博、DataStream、公司年报、互联网等，来获得对一家公司的正确印象？

第二部分，如果你认为像《华盛顿邮报》、GEICO 保险或吉列这样的公司拥有非常有竞争力的产品，在你最终决定投资这家公司之前应该采取哪些步骤？你会阅读哪些出版物来获得对产品的最佳了解？还有公司的资产负债表和损益表有多重要？非常感谢您。”

回答 1：（巴菲特）

巴菲特：“我们读了很多书。**我们阅读日常出版物、周刊或月刊、年度报告、10-K、10-Q。幸运的是，投资行业是一个知识可积累的行业**。你在 20 岁或 30 岁时学到的一切，可能会在成长过程中有一些调整，但你学到的一切都会构建成一个永远有用的知识库。你知道，我读过很多书，查理也读过很多书，我们可能还会读很多书。**但我读了很多 10-K，读了很多年报。**40 年前，我和管理层谈了很多。我过去常常出去，时不时地去旅行，真正拜访的公司可能有 15 或 20 家。我已经很久很久没这么做了。我发现我们所做的一切，几乎都是通过公开文件找到的。

当我出价购买克莱顿房屋公司(ClaytonHomes)的时候，我从来没有拜访过这家公司，从没见过这些人，我是在电话里说的。我读过吉姆·克莱顿的书，我看了 10-K，我要了解这个行业的每一家公司，我看了所有的竞争对 手。我试着去理解这个行业，而不是有任何先入为主的观念，而且有足够的信息来评估大量的企业。

我们不认为与管理层交谈特别有帮助。管理层经常想来奥马哈和我谈话，他们通常有各种各样的理由说他们想和我谈话，但他们真正希望的是我们对他们的股票感兴趣，那从来都没有用。**在大多数情况**

下，管理层并不是最好的报告方，财务数字告诉我们比管理层告诉我们的要多。因此，我们没有花费很多的时间与管理层交谈。

当我们收购一家企业时，我们会查看他们的历史业绩记录，以确定管理层的情况，然后我们想从个人角度评估他们，正如我之前所说的，他们是否会继续为公司工作。我们不关心任何人的预测,我们甚至不想听到关于他们的事情、关于他们将来要做什么。我们从来没有发现这样的东西有任何价值。**只需要一般的商业知识，那就是什么是有效的、什么是无效的。**随着时间的推移，你会学习到很多东西。”

PS：

来自巴菲特的几条建议：

- 阅读商业刊物和年报
- 了解行业且拒绝先入为主的概念
- 与管理层交谈并不会有特别大的帮助
- 查看历史业绩

1. 阅读商业刊物和年报

年报/10K、季报/10Q、Presentation、业绩电话会议，这是四份必读的文件，每一年公司的详情全在里面。A 股基本没有 Presentation，电话会议很少直接公开，所以 A 股公司只能阅读年报、季报。

商业刊物，我最近看《Value Line》比较多，其他的看得很少了。

总的来说，能看完并看懂年报的，已经是很不错了。

2. 了解行业且拒绝先入为主的概念

了解行业的最好办法，就是上面提到的第一点，看年报非常消耗脑力，说年报信息量不够的，一直让我很难理解。

同行业竞争对手，一般有很多家。每一家的全部年报看完，你对这个行业的认识，将会达到一个新高度。接下来的继续了解，就简单了。

很多人，其实是倒在第一步。

3. 与管理层交谈并不会有特别大的帮助

我以前做审计的时候，倒是喜欢和管理层聊天。

怎么说呢，反正很难。

有些时候，听管理层讲，还不如看年报披露。

4. 查看历史业绩

如果你真的懂财报，也懂商业模式。基本上，财报披露的数字，能够清晰帮你分辨公司当年的状况。

“财务数字告诉我们，比管理层告诉我们的要多。”

我是认同巴菲特这句话的，干审计那么多年，财报数字的问题，多瞅几眼能看出来。

如果你想验证自己对公司的了解，有一个简单方法，你们可以试一试：

- 了解和想象公司生意的运作
- 分析自由现金流的来源
- 与财报数字交叉验证
- 推断下一年的情况
- 等下一年的年报

需要注意的是，每一步都必须有数据和原因预设，用于第二年的验证。

基本上，2-3 年的持续跟踪，你自然能知道，你是否真的了解这家公司。

这是一个预演的过程，其实不难，难的是时间长。

如果 2-3 年后，你都觉得还是难看懂，可能这家公司就不太适合你了。

换一家就行了。

散户投资已经很难了，没必要把游戏难度提升。

回答 2：（巴菲特）

巴菲特：“**但是你需要阅读大量的金融资料**。事实上，《纽约时报》的商业版比 25 年前好多了。你会想读《财富》，你知道的。你需要看很多年度报告。**你真的需要在你的头脑中有一个数据库，这样你就可以通过看数字来判断你在看什么类型的业务**。

‘它被高估了’，我们从不看任何分析师的此类报告。我的意思是，我不认为我读过分析师的报告，如果我读过，那是因为没有有趣的报纸。(笑声)我不明白人们为什么要这么做，外面有很多公开数据。而且，投资的美妙之处在于你不必在每件事上都正确，这真正让投资游戏变得伟大。**你不需要对世界上 20%的公司，或 10%，或 5%的公司，都是正确的，你只需要每一两年得到一个好主意。**

我曾经对马障碍赛非常感兴趣，我希望鲍勃·德怀尔还在这里。你可以赢得一场比赛，但你不能赢得所有比赛。你可以对一家公司做出一个非常有利可图的投资决定。我讨厌被比较，如果有人给我标普 500 指数的所有股票，让我必须对它们在未来几年相对于市场的表现做出一些预测，那我不知道怎么做。但也许我能在那里找到一家我认为我有 90%概率是正确的公司。这是股票投资的一个巨大优势，**你只需要在你一生中很少的事情上是正确的，并且只要你不犯任何大错误。** ”

PS：

“你真的需要在你的头脑中有一个数据库，这样你就可以通过看数字，来判断你在看什么类型的业务。”

在坚持几年的年报阅读后，这句话我深有体会。

一些常规、简单的行业或公司，看几个关键数据，就能大概了解公司状况。

这是一个不停看、不停总结的过程。

实际上，看久了你就会发现，由于看公司和年报很耗时间，你一年下来能真正看完的也没几家。

看公司的速度和效率，绝对比你们想象中的要慢很多。

但你要慢慢看，慢慢找，直到你发现属于你的东西。

回答 3：（芒格和巴菲特）

芒格：“有趣的是，至少 90%的专业投资管理公司的思维方式和我们完全不同。他们认为，如果他们雇佣了足够多的人，他们就能更好地决定辉瑞或默克在未来 20 年是否会做得更好。他们认为他们可以研究每只股票，所有的 500 只股票，并拥有广泛的多样化。10 年后，他们将远远领先于其他人。当然，他们不会成功。**很少有人有这样的想法：只专注于寻找少数投资机会。** ”

巴菲特：**“是的。你要等待‘会心一击’**。泰德·威廉姆斯(TedWilliams)在一本名为《击球的科学》的书中写到了这一点。他说，**要成为一名优秀的击球手，最重要的事情就是，要等待最佳击球点的投球**。我总是说，要想成为一个好的商人，获得良好声誉的方法是收购一家好的企业。这比接手一桩糟糕的生意，然后展示你在这方面有多出色要容易得多，因为我很少看到有人这么做。”

PS：

两位老友的看法一致，只专注寻找属于你自己的那个机会。

即便耗费时间，但机会一旦到了，你便能抓住。

少即是多，慢即是快。

.....

最近我一直在学习，如何用 AI 读年报。

我毫不夸张的说，效果比我预想的要好太多。

唯一的问题是，使用 AI 并不像你们在自媒体上看到的那么简单。

用 Vibe Coding 的方式，做你自己的项目，是有很多入门门槛的。

特别是在分析的问题上，绝不是你们想的那样，创建或下载一些好的 Skills，给一些完美的提示词，直接运行就能出结果。

为了调整出一版好的分析逻辑，在另外一位技术朋友的鼎力支持下，花了 1 个多月的时间，我们才做出一个比较满意的版本。

AI 幻觉肯定还有，是因为 LLM 大模型本身，其 Token 匹配概率就不是 100%，但分析结果已经非常接近我们要的东西了。

也许就是今年，AI 全面接管投行分析工作的时刻就来了。

最近因为学习 AI，确实太累了。

这周休几天年假，每天随便写写记录。

回来后，正式迈入 AI 分析阶段。

.....

今天就这些了。

巴菲特：内在价值非常重要，也非常模糊。必须将未来竞争的加剧，提前考虑在内

主题 | 内在价值、估值与安全边际

原发布日期 | 2026.03.16　　作者 | 年报其语

股东问了两个优质问题：

1. 巴菲特计算的内在价值，是一个什么样的数值？

2. 当一只股票的卖价低于内在价值的下限，巴菲特是否会再次分析，内在价值在未来下降的可能性。

. . . . . .

伯克希尔 2003 年股东大会问答环节，**股东提问：**

“你好。保罗·托马西克，伊利诺伊州桑顿。我想回到格雷厄姆和价值投资模型这个话题上来讨论。关于你，查理和格雷厄姆，有趣和特别的是他们的自律，难以置信的自律。如果你看着这个模型，并试图思考如何呈现它来教别人自律，我认为你必须在两个方面对它进行微调，这就是我想让你评论的。

首先是内在价值。人们一直在讨论如何计算内在价值。但在实践中，我认为你会发现一个数字，保证低于内在价值，有 99%的可能性。

一个经典的例子是在 2000 年，你说你会在 4.5 万美元的时候回购股票。你不是说伯克希尔的内在价值是 4.5 万美元，你说的是明显更多。任何以低于 4.5 万美元的价格买下它的人都对你心存感激。

另一个方面是模型中隐藏的假设。假设一旦你发现了一只价值型股票并购买它，需要其内在价值未来不会下降，这是分析的第二部分。

因此，即使你发现了一只价值型股票，你仍然没有做完所有的工作。你需要分析，内在价值在未来是不是会下降。尤其是公司管理层损害内在价值的行为非常常见。这在伯克希尔没有发生过，尽管我不想对此发表无保留的评论，因为我看到你们正在重新调整管理，所以我们不知道有多少内在价值消失了。

所以，如果你能评论这两件事。你计算的内在价值，是一个绝对正值吗？也就是方程中的求出的数值？即使你发现一只股票的卖价低于内在价值的下限，你还会做第二部分的功课，分析内在价值在未来会下降吗？谢谢。”

回答 1：（巴菲特）

巴菲特：“你问题的第二部分，关于**内在价值未来是否会下降**。实际上，**如果你计算的内在价值反映了未来现金流的折现值，那就应该考虑到这样一个事实，即某些企业未来的盈利会比现在少**。这并不是说它们的内在价值会下降，因为你现在就应该把它纳入你的计算中。但是，正如我们过去多次指出

的那样，**内在价值非常重要但也非常模糊**。在我们认为概率最高的业务中，我们尽最大努力使得我们的预测具有相当高的可能性，这就排除了各种各样的公司，这挺不错的。”

PS：

“内在价值未来是否会下降？”

在回答前，我们先复习下，内在价值的计算过程：

“一家企业未来创造的所有现金流，用适当的折现率，折现到现在的总和。”

再复习下两个核心要点：

- **未来现金流**
- **折现率**

为了消除折现的影响，巴菲特和芒格统一使用无风险利率，对所有公司一视同仁的折现。所以，影响折现总和的唯一要点，有且只有一个：

未来现金流。

答案到这儿，已经很明显：

- 未来创造的现金流总和增加，内在价值上升
- 未来创造的现金流总和减少，内在价值下降

问题是，你看的公司，未来创造的现金流总和一定会增加吗？

真不一定，它必须要看企业未来的竞争能力。

在考虑内在价值时，你应该想到这一点，即公司未来的盈利，有可能比现在少。

换句话说，不是每家公司的竞争能力，在未来都会保持下去。一旦失去竞争优势，现金流也就丢失了。

同时，这也提醒我们，估值不是填公式，离开竞争优势（护城河）的计算，其实也是一种赌博。

你赌的是，公司一定会按照你的设想增长下去。

回答 2：（巴菲特）

巴菲特：“你知道，查理有一点很出名——他说他只想知道他会死在哪里，所以他永远不会去那里。这是商业预测的一部分。我的意思是，我真的从来没有看过投资银行家的报告。**我希望有一天能看到一家这样的公司，即使当我看到它提供的业务的收益在下降时，我仍能坦然接受**。许多企业的收益下降了，它们最终会下降的。但我看到了很多的无稽之谈，他们在报告里计划了未来 10 年里，企业的收益总是上升。这不是真实的世界。你必须分析业务，有些业务将面临巨大的竞争压力，而这些压力在今天并不存在。我们在 Dexter 鞋业犯了这个错误，我们收购了一家税前盈利 4000 万美元左右的企业。我们认为未来会和过去一样好，可我们错得不能再错了。**所以，这种认为未来不会存在竞争的预测是严重错误的。你知道，竞争是生意的一部分。**

我会告诉你，财富 500 强中 20%的企业 5 年后赚的钱可能会比现在少很多——但我不知道是哪 20%。这就是比赛的意义所在。**计算出这些未来的现金流可能是什么，当你觉得你不能在这方面做出合理的估计，你就要去看下一家公司**。”

PS：

“我希望有一天能看到一家这样的公司，即使当我看到它提供的业务的收益在下降时，我仍能坦然接受。”

为什么会这样？

很简单，业务收益不会一直增加，高增速不会永远持续。

只有当公司每年能产生源源不断的现金流，且每年大部分现金都能分回给你时，你才会接受它。

在真实商业世界里，竞争无处不在。没有谁可以拍胸脯说，能一直赢下去。

强如巴菲特，也要承认在 Dexter 鞋业上犯的错，这里的教训是：

“这种认为未来不会存在竞争的预测是严重错误的。你知道，竞争是生意的一部分。”

但一个很有意思的现象是，绝大部分的公司，会在报告里告诉你，未来 10 年里，他们的收益会按照一个增长率，持续增长下去。

这也是标准 DCF 模型下，未来 CAGR 的假设。

信不信，就看你了。

内在价值一定是模糊的，因为标准 DCF 模型没办法计算一个精确的数字。

但内在价值是也重要的，若你对公司竞争优势的判断正确，它就一定能在未来创造足够多的现金流。

只要这个方向正确了，剩下的只是安全边际多少的考虑。

……

今天就这些了。

巴菲特和芒格心中的理想生意

主题 | 企业生意模式与竞争优势

原发布日期 | 2026.03.17　　作者 | 年报其语

“理想的企业是能够获得非常高的资本回报，并且能够以这种高回报持续使用大量资本的企业。”——巴菲特

“还有这样一种公司，它所报告的全部利润，在年底都以现金收益的形式存在。你可以把它从生意中拿出来，即使没有这些资金，它的生意也会做得很好——就像把它留在生意中一样。”——芒格

. . . . . .

伯克希尔 2003 年股东大会问答环节，**股东提问：**

“你好。我叫 Alex Rubalcava，是洛杉矶的股东。**我有一个关于你想收购和投资的企业的财务特征的问题**。巴菲特先生，在你的报告和其他文章中，**你说你喜欢收购那些能够利用大量资本获得高回报的企业**。

在阅读你的文章和演讲时，芒格先生，我看到你在《杰出投资者文摘》和其他出版物上说，**你喜欢投资于只需要很少资本的公司**。我在想，这些说法是不是有矛盾，或者它们是同一枚硬币的两面？如果你能用伯克希尔公司详细解释一下，那就太好了。”

. . . . . .

. . . . . .

回答 1：（巴菲特）

巴菲特：当然。这是个好问题。

理想的企业是能够获得非常高的资本回报，并且能够以这种高回报持续使用大量资本的企业。

我的意思是，这变成了一个复利机器。因此，如果你可以选择，如果你能把一亿美元投入一家公司，而这家公司的利润是投入资本的 20%，比如说 2000 万美元。理想情况下，它将能够在下一年从 1.2 亿美元中获得 20%的利润，以及在下一年获得 1.44 亿美元，以此类推。随着时间的推移，你可以以相同的回报率不断地重新配置资本。但这样的企业非常、非常、非常少，这是真的。不幸的是，好的企业，拿可口可乐或喜诗糖果来说，它们不需要太多资本。

增量资本不会产生任何回报，比如一些伟大的无形资产所产生的基本回报。因此，我们会更喜欢可以在盈利的基础上继续重新投入资本的企业。我的意思是，我们希望现在有一项业务能在 1 亿美元的基础上赚取 20%的利润。如果我们再投入 10 亿美元，它就能多赚 20%。

但就像我说的，这种生意太少了。有很多企业有这样的承诺，但我们几乎从未看到过它们实现它们的承诺。有过几次，但不多。大多数大公司都能赚很多钱。但它们不会有大量的机会来用增量资本来赚取高回报。

PS：

什么是理想的企业？

以相同的回报率，不断地重新配置资本。

就如巴菲特所说，他希望拥有一门生意，投 1 个小目标，能每年赚 2000 万；若继续投 10 个小目标，每年能赚 2 亿；再投 100 个小目标，每年能赚 20 亿。

这是巴菲特口中的“复利机器”。

不管你每年投入多少资本，年回报率永远都是 20%。

但实际情况是，任何一家公司都有上限。一旦接近或达到行业天花板，超额回报将下降甚至被抹平。

这个时候，若公司还能创造充沛的现金流，已经非常牛了。

从生命周期的角度来说，这种公司便永远留在现金牛区间。

既然一家公司无法投入更多资金赚取超额收益，但是又能持续产生充沛的现金流。

多余的现金流该怎么办？

这就是巴菲特和芒格接下来要说的资本配置。

回答 2：（巴菲特）

你知道，我们可以在喜诗糖果投入 X 的资金并赚很多钱，但如果我们投入 5X，我们也赚不到更多的钱了。我们可以在布法罗新闻上获得高回报，但如果我们试图让投入金额扩大到 5 倍，我们也赚不到更多的钱了。他们只是没有机会利用增量资本。我们期待他们可以做到，但他们没有。

所以，我们将从理论上更偏好那些能够用增量资本来赚取高回报、赚取越来越多的钱的企业。但你所看到的是，我们收购的企业，很大程度上，获得了良好的资本回报，但在很多情况下，它们的新增资本回报率非常有限。对于增量资本，它们没办法赚取像它们在原有业务上的高回报率。

现在，我们在伯克希尔的结构的一个好处是，我们可以对那些在其业务中获得良好回报的、但没有机会在增量资金上获得类似规模的回报的企业，我们可以调动它们产生的这些资金来收购更多的企业。

PS：

不管是喜诗糖果，或是布法罗新闻，投入一倍资金，还能有赚；投入 5 倍，也到上限。但这些企业，每年又能创造源源不断地现金流。

钱多了该怎么办？

巴菲特和芒格做的事，是资本再配置。从保险生意的浮存金，到被收购公司创造的现金流。他俩想的是怎么把多赚的钱，再次配置到创造 20%回报率的公司当中：

“我们将从理论上，更偏好那些能够用增量资本，来赚取高回报、赚取越来越多的钱的企业。”

让我们暂时回到 1994 年的股东大会。

伯克希尔是什么？

巴菲特回答道：

“我们将伯克希尔哈撒韦视为——企业收集者（Collection of businesses）。在理想情况下，我们拥有这些企业的全部所有权。我们比典型的经理人更倾向于购买企业的部分所有权，我们试图拥有一些一流的企业，并且把经营权力下放给管理层。”

Collection of businesses。

正如他的回答，伯克希尔哈撒韦本质上，就是把好企业的所有权收入囊中。把多余的现金，配置到能够产生 20%回报率的企业上，最好是收购。

来看看巴菲特是如何解释这个过程的。

回答 3：（巴菲特）

以报纸出版行业为例，这个行业多年来一直是一个非常棒的行业——投入的资本获得了惊人的回报。但如果你出去收购其他报纸，你必须付出非常昂贵的价格，而且你没有获得很大的增量资本回报。但从事这一行业的人觉得，他们唯一懂的生意就是报纸出版或这样或那样的媒体，所以他们觉得自己的投资选择有限。而我们可以把钱转移到任何回报更高的地方，这是我们结构的一个优势。而我们是否做得好是另一个问题，但在这方面，伯克希尔的这种结构是非常有利的。

以我们的好生意喜诗糖果为例，自从 1972 年以来，喜诗糖果已经为我们创造了大概 10 亿美元的税前利润。如果我们试图在糖果生意中使用这种方法，随着时间的推移，我们会得到糟糕的回报。但因为我们把它产生的资金做了很好的利用，它使我们能够在一段时间内收购一些其他企业，这是我们结构的一个优势。查理？

PS：

“我们可以把钱转移到任何回报更高的地方，这是我们的一个优势。”

从这句话中，能看出巴菲特和芒格，对其资本配置能力的自信程度。

比如说，收购的喜诗糖果，累计为其创造 10 亿美元税前利润，但这些钱没办法全部继续投入到本公司的业务中，因为回报率会越来越差。

怎么办？

把产生的多余资金，用于收购其他优质企业。

这就是伯克希尔的本质，企业收集者（Collection of businesses）。

回答 4：（芒格）

芒格：是的。如果你经营一家不错的企业，但不是非常好的企业，它们往往被分为两类。

第一种情况是，它所报告的全部利润在年底都以现金收益的形式存在。你可以把它从生意中拿出来，即使没有这些资金，它的生意也会做得很好——就像把它留在生意中一样。

第二种情况是，它能产生所投入资本的 12%的回报率，但从来没有任何超额现金。这让我想起了老朋友约翰·安德森的二手建筑设备生意。他常说，"在我的生意里，每年都会盈利，但这些利润都躺在院子设备里"。有很多这样的企业，只是为了维持下去，维持现状，从来没有产生任何现金。这项业

务不能让总部把所有的现金都拿出来投资到其他地方。我们讨厌这种生意。你不认为这是一个公平的说法吗？

PS：

芒格的补充说明，巴菲特几乎每年都会提到：

“我们喜欢的生意是，1 美分的成本赚取 1 美元的营收，不需要再投入过多资金，每年就能产生大量的现金流，关键还能涨价。”

芒格在第一种生意上解释道，这种公司每年在账上记录的利润，都是真金白银的现金躺在银行里。

因为你拥有这家企业，所以你有两种选择：

- 把这些现金取出来
- 或，继续留在账上

但不管你取不取出来，这家企业每年都会继续赚取更多的现金流，因为它不需要你再投入多少资本，你要做的就是每年收钱。

所以，芒格和巴菲特的解释，一模一样。

第二种生意呢？

每年赚的钱，都躺在院子设备里。

换句话说，每年赚 100 万，要拿出至少 90 万购买新设备。

生意的确在继续做，每年也赚钱，只是赚的钱大部分都要继续用来买设备。你赚的钱，都在设备中流淌。

所以这种公司几乎没有多余的现金流。即便你把公司买下来，你也没有多余的现金可以取出来，用于新的资本配置中去。

这就是我们最讨厌的生意。

. . . . . .

今天就这些了。

为什么巴菲特和芒格的收益率门槛是 10%?

主题 | 投资决策、机会成本与组合选择

原发布日期 | 2026.03.19　　作者 | 年报其语

2003 年股东大会最后一问，巴菲特和芒格详细解释：

- **机会成本**
- **无风险利率**
- **10%的最低投资回报率**

若你还在纠结估值时，到底该怎么选择折现率。

巴菲特和芒格对这个问题的回答及解读，值得大家认真读几遍。

. . . . . .

伯克希尔 **2003 年**股东大会问答环节，**股东提问：**

“ 下午好。我是帕特里克·沃尔夫，来自弗吉尼亚州阿灵顿。**我想请你阐述一下你是如何看待机会成本的**。我想我会详细阐述最后一个问题。首先，在年度报告中，你明确表示，你希望普通股的税前净资产收益率达到 10%。我想你之前谈到了你是如何从 5%到 6%的税后回报中建立起来的，然后加上一层通胀，再加上一层税收。我的第一个问题是，如何调整不同时期的要求回报率？例如，当利率较高时。你会在不同时期寻找不同的股票溢价回报吗？”

回答 1：（巴菲特）

巴菲特：“关于机会成本和我们提到的 10%的问题。你知道，基本上这就是我们准备放弃的数字。**我们不想购买实际预期低于 10%的股票。现在，无论短期利率是 6%还是 1%，都是如此。**我们只是觉得，在这个水平以下的投资回报，投资将会变得非常草率。我们要补充的是，我们认为，很明显，我们仍将获得至少在 10%回报率水平以上的投资机会，甚至可能大大高于这一水平。所以，这只是我们退出游戏的一个门槛，而且是武断的，我们没有任何科学研究或任何东西。但我敢打赌，在未来的很多年里，我们或你们将能够找到你们或我们所理解的股票，这些股票的回报率有可能达到 10%或更高。

现在，一旦你在这个范围内找到一组股票，且不考虑我们所拥有的巨额资金的问题，那么我们只需购买最有吸引力的股票，这通常意味着投资那些我们觉得最可靠的，这是一个实际的问题，只是有一些企业拥有的经济特征，使他们的未来前景，远远超出其他公司，也远比其他公司更可预测的。市场中有各种各样的企业，你根本无法预测他们会赚多少钱，对于它们你只需要忘掉它们。但是，随着时间的推移，我们变得非常偏爱那些我们认为可预测性高的业务。但我们仍然希望能够达到 10%的门槛回报率，不过无论如何，这并不是很好的税后回报率。查理，你想先评论一下问题的这一部分吗？”

PS：

无论高利率，或是低利率，绝不购买回报率低于 10%的股票。

巴菲特的这个标准，本质上也是机会成本的考量，而这个机会成本是一个区间。

区间是多少？5%和 10%。

5%，是漂亮国的无风险利率，代表投资的最低收益率。从 1980-2024 年，10 年期国债的平均值为 5.66%。若找不到标的，5%左右的国债就是最低机会成本。

10%，是漂亮国 S&P500 的平均收益率，代表买股票的收益率。从 1926-2024 年，S&P500 的算术平均收益率是 12.27%。所以如果你买股票，连 10%的收益率都拿不到，那还不如买 S&P500。

而巴菲特和芒格，对所有公司的现金流折现，均使用无风险利率，是为了统一标准。因为每家公司产生的现金流都是现金，不应区别对待，可口可乐挣得是现金，难道微软挣得就不是现金了。

但每家公司的竞争优势的确不一样，所以需要区别对待，这是能力圈的划定。在实际购买时，需要的安全边际是不一样的。越强的公司，需要的安全边际越少；越普通的公司，需要的安全边际越多。

5%和 10%之间，是安全边际的空间，折算为当下时刻的市盈率，即是 10-20 倍。特别伟大的公司，可以适当放宽至 25-30 倍市盈率。

注意，我不是说让你们使用市盈率计算估值，这只是一个简单的换算辅助参考。

而且巴菲特和芒格的估值，有一个底线原则——零增长的永续折现。

意思是，假设公司未来没有增长，但每年获得和当前相同的现金流，且公司可以存续 20 年、30 年，甚至更长。

这就是一个简单的永续折现模型，和债券一样。

使用 5%的无风险利率，就相当于 20 年 5%的永续债。如果能等到足够大的安全边际，收益率可以达到 10%。假如公司未来哪怕有一丢丢的增长，收益率都会超过 10%。

所以说，若投资回报在 10%以下，比如 7%、6%，那你买股票便没有意义，不如直接买国债。

但他们是巴菲特和芒格，资本配置的能力和回报，必然是在 10%以上，甚至远超 10%，他们有这个自信。

回答 2：（芒格和巴菲特）

芒格：“是的。我认为在最后的分析中，我们所做的一切都会回到机会成本。**事实上，在相当大的程度上，我们在猜测我们未来的机会成本。沃伦基本上是说，他猜测，他将有机会在适当的时候，把钱投入到相当有吸引力的回报率中，因此，他不会就现在在较低的回报，浪费大量的资金。但这也是机会成本计算**。如果利率或多或少地永久稳定在 1%或类似的水平，沃伦将重新评估他对未来机会成本的看法，他将改变这些数字。就像经济学家约翰·梅纳德·凯恩斯(John Maynard Keynes)说的那样，″当你改变对事实的看法时，你会怎么做？好吧，你会改变你的行为″。但至少到目前为止，我们心中存在的障碍，基本上是它们所隐含的未来的机会成本。”

巴菲特：“目前，我们的 160 亿美元现金只能获得税前 1.25%的回报，也就是一年 2 亿美元。**我们可以非常容易地购买 20 年后到期的政府债券，然后获得大约 5%的收益**。所以，我们可以把每年 2 亿的收益，很容易改为每年 8 亿。我们现在做出的决定，正如查理所说，**我们最好暂时接受 2 亿美元，理论上我们会找到一些能给我们带来 10%或更好收益的东西，而不是每年承诺的 8 亿美元收益**。否则我们可能会发现，在一年或一年左右的时间里，当更好的机会出现时，我们遭到了更大的损失。尽管它不是非常科学的。但我能告诉你的是，在实践中，它似乎运行得很好。”

PS：

巴菲特解释道，他和芒格可以买收益率 5%的国债，这没有任何难度。但他们的资产配置收益率，实际上远超 10%。所以他们更愿意等待，而不是为了一两年的空窗期，选择下注 5%的国债。

在我看来，他两在资产配置这个事上，真的是绝对自信和谨慎。

芒格一直向我们强调一个概念——机会成本。

因为我们投资，就是为了超额收益。但要承担对应的风险，这种风险在量化上是有参考的，也就是无风险利率。

当然各位必然不是为了 5%的收益率进入股市，在村里更不是为了 2%不到的收益率而奋斗。绝大部分人都认为自己在股市，通过努力可以获得远超 10%的长期超额收益。

我现在回头来看，这其实是相当不容易的。

回答 3：（芒格）

芒格：“**一旦你谈到了机会成本，并考虑了个人的处境和个人的能力，你就完全脱离了现代金融，而这就是我们所做的**。我们根据自己的情况和能力，尽可能聪明地做出这些猜测和决定。我认为根据别人的情况和能力来做这件事是很疯狂的。”

PS：

“一旦你谈到了机会成本，并考虑了个人的处境和个人的能力，你就完全脱离了现代金融，而这就是我们所做的。”

我再次读到这句话，感觉已经完全不同。

每个人都有机会成本，所以每个人的参考其实不一样。

不要用别人的高收益率作为你的折现率参考，也不要用过低的利率来刻意拉高估值。

找到你机会成本的上限和下限，在这个区间里估值，我觉得是更稳妥的做法。

……

今天就这些了。

2004

巴菲特自述，当年如何捡了中石油的便宜

主题丨内在价值、估值与安全边际

原发布日期丨2026.03.23　　作者丨年报其语

巴菲特当年购买中石油的核心逻辑，就是一句话：

“阅读年报，发现价值低估。”

巴菲特通过阅读中石油的年报，在中石油市值仅为内在价值约三分之一，且具备高额分红时出手捡便宜。以极高的安全边际和纯粹的财务逻辑，完成了一次低价买入优质资产的价值投资实践。

. . . . . .

伯克希尔 2004 年股东大会问答环节，**股东提问：**

“我来听听，你对中石油是否处于历史高点的看法。”

回答 1：（巴菲特）

巴菲特：**“我应该强调——中石油的年报很容易阅读，容易理解，他们宣布了他们的股利政策。任何人都可以看懂它，你也可以读一下。我们在购买股票之前从未与管理层有过任何接触。我们从来没有参加过投资者介绍会之类的活动。我的意思是，白纸黑字写在那里，写在任何人都能拿到的报告里。我们只是坐在办公室里阅读这些东西，我们拿出了 4 亿美元，现在价值大约 10-20 亿美元。**

这很有趣，我想我是对的——当时俄罗斯的大型石油公司尤科斯(Yukos)在美国投资界的知名度可能远高于中石油，我比较了两者。**当时，我心想，我是愿意把钱放在俄罗斯还是中国？在我看来，中石油的价格要便宜得多。你知道，我觉得中国的经济环境可能会更好。**

如果它的 PE 与一家美国本土公司相同，我会认为它更有吸引力吗？NO。我的意思是，在一个你不能完全理解的文化中，或者在税法可以随时改变，或你的所有权规则可以随时改变的地方，总是有一些不利之处。**但与其他国际石油公司相比，中石油的折价在我当时看来是荒谬的。所以，这就是我们买下它的原因。”**

PS：

这个问题是巴菲特在 2004 年，解释购买中石油的原因时，最后的补充回答。

我放在开头，是因为在这段回答中，巴菲特详细解释了，为什么他会在几乎没有人关注的情况下，大举买入中石油。内容有四点：

- 纯粹通过读年报发现机会
- 内在价值和便宜的判断
- 分红政策
- 同行对比

纯粹通过读年报发现机会

巴菲特自己说，他没有见过中石油的管理层，也没有听取投行的分析报告。他只是坐在办公室里，阅读了中石油的年报。

他发现这家公司不仅是全球盈利能力最强的公司之一，且估值低得惊人，所以他买了 4 亿美金。

截至 2004 年时，这部分股权的市值约 10-20 亿美元。

内在价值和便宜的判断

巴菲特解释道，当时中石油的总市值约 370 亿美元。

但他根据年报中的石油储备、现金流和盈利能力，进行现金流折现估算后，觉得中石油的内在价值至少有 1,000 亿美元。

他认为，即便他对油价的预测并不激进，比如当时他假设油价会长期维持在 30 美元/桶左右，中石油的股价依然非常便宜。

分红政策

巴菲特非常看重中石油当时的股利支付率，年报披露，中石油当时计划将净利润的 45%用于分红。这意味着在持有股票的过程中，他可以获得极高的现金分红回报。

同行对比

巴菲特将中石油与埃克森美孚、壳牌等国际石油巨头对比，发现中石油的市盈率仅仅只有 3-5 倍，而其储量和产量增速却非常可观，这种估值差提供了巨大的获利空间。

一句话总结

巴菲特通过阅读中石油的年报，在中石油市值仅为内在价值约三分之一，且具备高额分红时出手捡便宜。以极高的安全边际和纯粹的财务逻辑，完成了一次低价买入优质资产的价值投资实践。

回答 2：（巴菲特）

巴菲特：“我们几年前，在看完年度报告后，买了中石油，幸运的是，它是英文的。这是第一只中国股票，但可能不是最后一只。我的意思是，它不一定是最后一个，但它是迄今为止我们拥有的唯一一个。**我们投入了大约 4 亿美元。当时，它生产了世界石油的 3%，这是一个很大的石油产量。它的产量可能是埃克森美孚产量的 80%左右。这是一家大公司。去年它赚了 120 亿美元。**现在，如果你看一下《财富》500 强名单，我猜你不会在美国找到超过五家公司盈利 120 亿美元或更多，所以它是一家大公司。**当时我们买的时候，总市值是 350 亿。所以我们以去年 3 倍的价格买入，它没有不寻常的杠杆。**在年度报告中，他们说了一些很少有公司会说的话，但我认为这实际上是相当重要的。**他们说，他们将会派发他们盈利的 45%作为股息。所以，如果你能以 3 倍的 PE 购买它，然后分派 45%的股息，这相当于你在你的投资上获得了 15%的现金收益率。”**

PS：

这里巴菲特给了几个关键决策数据：

- 中石油的石油产量占全球的 3%
- 产量为埃克森美孚的 80%左右
- 购买价格约 3 倍 PE
- 分派 45%的股息
- 现金收益率 15%

前两个数据，中石油的石油产量，埃克森美孚产量的对比，是搞清楚市场份额，以及石油价值参照。产量可以换算为多少桶，预估每桶价格 30 美元，可以大概估算出中石油每年的石油总价值。

后三个数据，PE 倍数，股利支付率，现金收益率，是为了搞清楚，当前价格是否便宜，买了后每年的保底收益。

3 倍 PE，的确是非常便宜的买价，这点不用解释了。

现金收益率 15%，就是我经常换算的“股东账面收益率”：

$$1/3 \times 45\% = 15\%$$

市盈率的倒数，就是零增长的永续收益率。1/3，指的就是 3 倍市盈率的倒数，相当于 33.33%的总收益率。

45%，指的是股利支付率。每年的利润，至少拿出 45%，作为现金分红，回馈给股东。

巴菲特的算盘很简单，中石油当时的价格极其便宜，便宜到从账面看，在零增长的前提下，只要 3 年就可以收回全部投资，而且每年至少可以收到 15%的现金回报作为保底。

这纯粹就是捡钱。

回答 3：（巴菲特）

巴菲特：“这是一份非常好的年度报告。中国政府拥有该公司 90%的股份。我们拥有 1.3%。如果我们和中国政府一起投票，那我们双方就相当于控制了整个生意。(众笑)他们还没有意识到这一点，但我会继续指出来。(众笑)但是，这是一项非常重要的业务，而且价格非常非常有吸引力。不幸的是，政府股票和我们的股票具有相同的经济利益，但它们的分类不同，政府持有的 90%被称为国有股，而公众持有的 10%被称非国有股。在香港，当我们拥有一家公司 10%的流通股份时，我们必须披露，所以不幸的是，这 10%只适用于非国有股的 10%，**所以当我们只拥有该公司 1%的经济利益时，我们就必须披露我们的持股。所以，我们本来会买更多的，但现在价格上涨了。**我们很高兴持有它们的 1.3%的股权，我们认为他们在经营业务方面做得很好。他们有大量的天然气储备，现在正在开始开发。但它是一个非常重要的企业。它雇用了近 50 万人。有趣的是，几年前，在投资界，可能很少有人想到中石油，而且这是比世界上大多数石油公司大得多的企业——除了 BP 和埃克森美孚。查理，你有什么想法吗？”

芒格：“是的。如果这种事情一直发生就好了，但最近几年并不是这样。”

PS：

可以看出他再次捡便宜后，的确很开心。

巴菲特投资中石油，本金 4 亿多美元（H 股），最终于 2007 年全部清仓，取得约 40 亿美元的回报（含分红）。

为什么在 2007 年清仓？

巴菲特之后解释过卖出原因：

第一，估值回归。2007 年，中石油的市值已从 370 亿美元，飙升至 2,750 亿美元左右，已达到他认为的内在价值区间，不再便宜。

第二，油价波动。当时原油价格已攀升至近 100 美元/桶，他认为原油价格的上涨，已透支了未来的盈利预期。

. . . . . .

今天就这些了。

为什么巴菲特和芒格，反对预测高增长率

主题 | 市场波动、风险与投资心理

原发布日期 | 2026.03.27　　作者 | 年报其语

在很长一段时间内，预测极高增长率的想法，已导致很多投资者亏损，因为高增长率是不可持续的。

巴菲特说：“只要看一看财富 500 强，看看 50 年前的这些公司，有多少公司真正保持了远高于 10%的增长率。这不是一个容易实现的目标。当你上升到 15%，你知道，这就更不可能了。因此，预测高增长率确实存在危险。”

. . . . . .

伯克希尔 2004 年股东大会问答环节，**股东提问：**

“ 早上好，先生。我的名字是 TonyAdo，我来自新泽西州。巴菲特先生，我的问题是关于企业估值和增长。在你的信中，你提到了用贴现率与增长率之差除以收益的折现公式。但是如果增长率大于贴现率，如果我们使用这个公式，那么我们得到一个负数。有一种方法，暂且称之为方法 A，就是设两个增长阶段，一个是高增长阶段，第二个是低增长阶段。第二种方法 B，是估计公司第三年的收益，然后乘以平均市盈率，得出价格。我不知道你用的是方法 A 还是方法 B，如果不是，我想问一下巴菲特先生，**如果增长率大于贴现率，你怎么估计一家公司的价值？**”

回答 1：（巴菲特）

巴菲特：“嗯，你指出了一个有趣的数学关系。因为如果你用的是现值贴现公式，你放入的增长率高于贴现率，正如你所假设的，答案当然是无穷大。周围有很多管理层喜欢认为他们的股票价值无穷大(笑)，但我们还没有找到这样的人。

预测高增长率是非常危险的，因为你陷入了这个悖论。如果你说一家公司的增长率从现在到审判日将是 9%，然后你使用 7%的贴现率，你会得到一个无穷大的数值。这就是人们遇到很多麻烦的地方。**在很长一段时间内预测极高的增长率的想法已经导致了投资者亏损**，你知道，那是一笔非常非常大的一笔钱。

只要看一看财富 500 强，看看 50 年前的这些公司，有多少公司真正保持了远高于 10%的增长率。这不是一个容易实现的目标。**当你上升到 15%，你知道，这就更不可能了**。因此，预测高增长率确实存在危险。

而查理和我几乎永远不会预测很高的数字，这样做会损失很多钱。你可能会因此错过一些机会，但我还没见过有人能一直成功地做到这一点，这也是你遇到的悖论。查理？”

PS：

两个最基本的问题：

- 高增长是不可持续的
- 普通人大部分的亏损都来源于高增长假设

答案其实很简单，你直接问 AI，过去 50-100 年，有哪些公司的长期增长率（CAGR）保持在 15%以上。

为了消除高增长的迷信，你可以把 CAGR 的数字继续提高到 20%、25%、30%以上。过了 25%，你能找到的答案，就是个位数了。

但事实上，你会发现很多公司在为自己估值时，不管是用 PE 倍数，或是用 DCF 模型，都有这样一些说法：

“当前静态 PE 倍数 50 倍，公司未来两年会保持 50%以上的增速，两年后的动态 PE 倍数 20 倍出头，从长期来看，当前估值依然是合理的。”

“公司未来 10 年 CAGR 假设 20%，折现后的现值远超当前股价，公司被低估。”

他们都会告诉你，公司一定会高速发展，现在这个估值，真心不贵，是不是感觉很套路。

实际情况呢？

任何高增长都是不可持续的。拿最近的说，泡泡玛特，两天跌了 33%，业绩出来并不差。但大家都明白，要想维持之前动辄 100%以上的增速，明显是不可能的。即便管理层给了个明年 20%增长的预期，你都觉得太少了。

6 个月时间，股价从 340 跌到 150，动态 PE 倍数现在只有 14 倍，和之前几十倍市盈率，差距是有点大。即便是两个月前 200 左右买的，现在也是浮亏 20%以上。

所以说，预测高增长率存在危险，是个事实，只是大部分人在看涨时，总是会上头，上头就会失去理智。

“查理和我几乎永远不会预测很高的数字，这样做会损失很多钱。”

再来看巴菲特的回答，是不是感觉会好点。

这就是保持理性，你可能会因此错过一些机会，但总比永久亏损本金好吧。

回答 2：（芒格）

芒格：“很显然，你是对的。**当你得到一个无穷大的数学结果时，你应该后退一步，意识到那是不可能发生的**。当然，**人们所做的是预测增长率将会下降，甚至最终会停止，然后你会得到更真实的数字**。”

PS：

一句话总结：

“高增长不可持续，零增长假设让你清醒。”

零增长会给你一个最真实的底线，现金流在这个基础上折现，就相当于是永续债。

有了这个底线，你才好判断，未来到底有多高，你是否真的能看懂那些高增长。

.....

今天就这些了。

为什么他只重仓 4 只股？大师的极简投资法

主题 | 投资决策、机会成本与组合选择

原发布日期 | 2026.03.31　　作者 | 年报其语

2004 年股东大会上，芒格用一句话，总结了费雪的投资之道：

“它的基本思想是，在投资中你很难找到好的股票，也很难找到好的投资。因此，你只需找到其中几个你非常了解的，然后专注于投资它们。”

2004 年 3 月，菲利普·费雪逝世，享年 96 岁。在 2004 年的股东大会上，有股东问起了费雪，想看看二老对费雪的看法。

实际上，费雪一生很少接受采访，外界对其了解极少。这篇文章，是费雪在 1987 年接受采访时解释的投资理念，我挑了一些重点出来。

. . . . . .

伯克希尔 **2004 年**股东大会问答环节，**股东提问：**

“巴菲特先生，芒格先生，我是来自密西西比州杰克逊市的蒂姆·梅德利。最近菲利普·费雪(Philip Fisher)先生去世了。

在多年前的会议上，巴菲特先生，你提到了你对**《聪明的投资者》**第 8 章和第 20 章的喜爱，以及**《证券分析》**的第一版，还有菲利普·费雪的两本书（**《怎样选择成长股》《保守型投资者夜夜安寝》**）。芒格先生，你也对费雪先生的著作和投资方法赞赏有加。

我想知道你们两个是否可以告诉我们你们与费雪先生的经历，你们见面的情况，等等。谈谈他的著作，或者你们和他之间的讨论，是否让你开始思考伟大的商业理念、特许经营公司等等？或者仅仅是对你已经开始拥有的想法的肯定？关于费雪先生，你们还想说些什么吗 ？”

上面提到的四本书，想必各位都读过：

- 《聪明的投资者》《证券分析》（本杰明·格雷厄姆）
- 《怎样选择成长股》《保守型投资者夜夜安寝》（菲利普·费雪）

回答 1：（芒格）

芒格：“我总是喜欢那些对我有吸引力的人赞同我的观点。因此，我对菲利普·费雪有着非常美好的回忆。**它的基本思想是，在投资中，你很难找到好的股票，很难找到好的投资。因此，你只需找到其中几个你非常了解的，然后专注于投资它们**。在我看来，这显然是一个好主意。然而，98%的投资世界的人并不遵循它。这对我们来说很有好处，这也会对你有好处。。”

PS：

“找到几只你了解的股票，然后专注于投资它们。”

这句话道出长期投资的核心理念和本质，而巴菲特和芒格喜欢用能力圈，只有 20 个孔的打孔机来形容。

菲利普·费舍很少接受采访，一生异常低调，几乎从不接受访问。他的儿子是《福布斯》专栏作家，也许因为这一层关系的原因，费雪在 1987 年破例接受了《福布斯》专访。

这次访谈的内容，是非常稀有和珍贵的投资理念资料。其中，费雪谈论投资理念的部分，我摘录几个重点出来，供大家参考：

- 长期集中持股
- 寻找什么样的股票
- 看重管理层
- 不做 100%的逆向投资者
- 投资生涯中学到的最重要的一课

投资理念——不持有或购买大量的股票

费雪：“非常粗略地说，我将 65%到 68%的资金投资于我真正喜欢的四只股票，20%到 25%投资于现金及等价物，其余的投资于处于培育阶段的五只股票。

我有 4 只核心股票，它们完全是我想要的，它们占了我持有量的大部分。我还有另外 5 只股票，投入的美元金额要小得多，它们是进入这个核心组的潜在候选者。但我还不确定，如果要我今天下注，我会把赌注押在其中 2 只上，而不是另外 3 只。

一直到这个十年——对于八十年代我还没有时间去计算——**我发现只有极少数的股票，总共 14 只，从三十年代的 2 只开始，在几年的时间里为我创造了最低 7 倍于我投入资金的利润，最高则是我投资的数千倍**。

现在，**我已经涉足了大约三到四倍数量的额外证券（约 50-60 只）**，在这些证券中，我赚的钱比亏的钱多。**我也有过亏损，有两个案例亏损高达 50%，还有很多只股票我赚了或亏了 10%**，这几乎是做这一行必须付出的成本。**但有很多情况是一只股票适度下跌，我就买入更多，结果它为我带来了巨大的回报**，这些努力是为了筛选出那 14 只让我获得真正收益的股票所必需的。

我持有这 14 只股票最短 8 或 9 年，最长达 30 年。我不想把时间花在试图赚取大量小额利润上，我想要的是非常非常大的利润，并且我愿意为此等待。”

PS：

不论是巴菲特或芒格，作为长期投资主义的代表，他们都重仓集中在几只股票上，持股时间无一例外的 10 年起步，我觉得这是对费雪主义的最好诠释。费雪这一段回答， 已经道出了他的核心理念：

1. 集中持股，少量观察仓
2. 14 只股票贡献绝大部分收益，最低 7 倍，最高上千倍
3. 买卖股票有限，亏损是为了寻找最后的那 14 只重仓
4. 下跌加仓，因为懂和更多的收益
5. 长期持股，8 年起步，最长 30 年

真正的巨额利润，来自于长期持有，如最短 8-9 年，最长达 30 年。费雪反对短线交易，他认为频繁的低买高卖，只会错失真正的伟大公司。

费雪的核心持仓，只有 4 只，且都是他最了解、完全符合标准的股票，外加几只处于观察阶段的候选股。他认为将资金分散在不熟悉的公司上，反而会增加风险。

核心股票寻找的是什么？

费雪：“它们都是**低成本的生产商**；它们要么是**各自领域的全球领导者**，要么完全能够达到我的另一个衡量标准——**日本式的竞争**。它们现在都有**很有前途的新产品**，并且它们的**管理层能力都大幅度高于平均水平**。”

PS：

费雪选择伟大成长型的企业，这些公司的核心特征包括：

- 具有极高竞争力的低成本生产商
- 各自领域的全球领导者
- 日本式的竞争
- 不断推出很有前途的新产品
- 管理层具备远见和极高的道德标准

1987 年的时代背景中，费雪提到的日本式的竞争，指的是 20 世纪 80 年代，日本企业在全球制造业中，表现出的竞争优势：

- 顶级生产效率
- 极低的制造成本
- 严苛的质量控制

当时的丰田、本田、索尼，以及半导体制造商是非常强的。这种竞争模式包含：精益生产、质量管理、持续改进等多个维度。在我们现代战略学科中，这些业绩管理模型依然占据重要的理论位置，比如：

- Lean Production/Management
- Just-in-Time
- Total Quality Management
- Kaizen Costing

我的理解是，费雪说一家公司具备日本式竞争优势，指的是这家公司在降本增效、质量管理、生产流程优化上，拥有当时全球最顶尖的执行力。这种企业既能在顺境中扩张，也能在类似半导体萧条期的逆境中生存并熬死对手。

非常看重管理层

费雪：“了解一家公司的管理层就像结婚一样。直到你和那个女孩生活在一起，你才会真正了解她。直到你和管理层一起生活过，你才会在同等程度上真正了解他们。”

PS：

费雪最经典的著作《怎样选择成长股》（Common Stocks and Uncommon Profits）中，对如何考察、评估管理层，有系统和详尽的论述，费雪专门提出过实操方法论：

- 闲聊法（Scuttlebutt）
- 寻找优良普通股的 15 个原则

前者，是去和公司的竞争对手、供应商、客户、前员工、行业专家聊天。因为只有竞争对手才会告诉公司的软肋，前员工才能提供管理层的真实作风评价。财报是结果，但真相藏在未写入年报的对话中。

后者，出自“寻找优良普通股的 15 个原则”。在这 15 条核心原则中，有相当大的篇幅，是直接针对管理层的评估，比如：

- **原则 8**：公司高管之间的关系是否融洽？（管理团队是否有内耗？是团队协作还是一言堂？）
- **原则 9**：公司管理阶层的深度够吗？（如果核心人物突然发生意外，有没有合格的继任者能迅速接班？）
- **原则 15**：公司管理层是否具备毋庸置疑的诚信？（如果管理层在小事上占股东便宜，或者习惯向投资者隐瞒坏消息，那么无论这只股票看起来多么有吸引力，都应该坚决避开。）

这就是为什么费雪在访谈中表示，若你没有在顺境和逆境中，长期跟踪过一家公司的管理层，没有通过各个侧面去印证他们的言行，就不要轻易认为已经了解他们。

逆向投资者

费雪：“**真正成功的一部分是不做 100%的逆向投资者**。当人们看到汽车将在城市中淘汰旧的有轨电车系统时，一些人决定既然没有人想要有轨电车的股票，他们就买这些股票。这太荒谬了。但是，能够分辨出被普遍接受的做事方法中的谬误，这是投资行业取得巨大成功的要素之一。”

PS：

芒格在去世前，重仓煤炭股大赚，这就是逆向投资的典范。

当然，芒格不是盲目买入费雪口中，注定被淘汰的有轨电车，他是看明白当时市场的错误叙事——新能源会迅速彻底取代旧能源。实际情况是，全球能源需求旺盛，芒格利用市场给的估值错位，以极便宜的价格买入了优质煤炭资产。

我认为芒格的这笔操作，诠释了费雪所说的“分辨出大众共识中的谬误”。

最重要的一课

费雪：“人们为了试图今天买入明天卖出而给自己带来的神经紧张简直令人震惊。这是一个赢面很小的命题。如果你是一个真正的长期投资者——这种人实际上已经快成了绝种的品种，利润就会大得多。我早期的一位客户说过一句话，虽然它在事实上是正确的，但当他说“没有人会因为获利了结而破产”时，却完全不切实际。好吧，获利了结确实不会让你破产，但这是假设你做的每一件事都能盈利。它没有考虑到你在投资行业中不可避免地会犯的错误。有趣的是，我认识很多自认为是长期投资者的人，但他们仍然非常乐意在他们最喜欢的股票中进进出出。

几年前，我是一家大型商品交易商的利润分享信托基金的顾问。我为他们买入——我想这只股票从那以后已经被拆分了 15 次——一批德州仪器（Texas Instruments）的股票，每股 14 美元。当股价涨到 28 美元时，压力变得如此之大（“好吧，我们为什么不卖掉一半，这样就可以把本金收回来呢？”），我竭尽全力稳住他们，直到股价涨到了 35 美元。然后是同样的论调：“菲尔，卖掉一些吧；等它跌下来我们还能再买回来。”

那是一个完全荒谬的论点。相比另一个投资而言，这要么是一个更好的投资，要么是一个更差的投资。拿回你的本金只是一个心理安慰的问题。它与这是否是正确的举动毫无关系。但无论如何，我们还是那么做了。两三年内，该股随后涨到了 250 美元以上。然后它经历了一次大跌，跌到了 50 多美元。但它并没有跌到 35 美元。”

PS：

我的理解是，落袋为安和抽回本金，只是一种心理安慰。过早卖出伟大公司的股票，只会让你因为一点点小收益，错失足以覆盖所有试错成本的长期复利。

. . . . . .

今天就这些了。

2005

巴菲特算账法：从每天喝水量推导现金流

主题丨财务质量、现金流与资本回报

原发布日期丨2026.04.01　　作者丨年报其语

看懂一个生意，笨办法往往最有效。

连读 50 份同业年报，你能看出行业脉络。巴菲特买 100 股百威，看了 25 年，看的就是真实消费习惯。

每人每天六十四盎司的饮水量，好多是可乐，好多是啤酒，你完全可以从日常喝水量，反推市场份额，再用单位毛利抠出营收与利润。

护城河不光是品牌口号，而是恶性竞争和营销战吞不掉的自由现金流；只要常识还在，企业的账就算得清，内在价值才有锚。

. . . . . .

伯克希尔 **2005 年**股东大会问答环节，**股东提问：**

“ 早上好，沃伦和查理。我叫 Walter Chang，来自德克萨斯州的休斯顿。**您能否描述一下您是如何做出投资 AB 啤酒的决定(Anheuser Busch)，以及您是如何估计其内在价值的？**你做这个决定花了多长时间？百威啤酒是不是像可口可乐一样是不可战胜的？”

回答 1：（巴菲特）

巴菲特：“我还在喝可口可乐。如果我们在这里喝了百威，会议可能会变得有点刺激。(众笑)我们不会过多地描述我们可能会买或卖的东西，但做决定只需要两秒钟。但我买了大约 100 股 AB 公司，我没有查过，但我想说，也许是 25 年前，当时我买了 100 股的其他很多东西。**我这样做是为了能够及时、直接地得到报告**。你可以让报告直接寄到你的经纪公司，但我发现把股票直接放在我名下会更可靠一点。因此，**我阅读这些报告至少有 25 年了，我观察到，只是总体上，消费者的习惯**。在某种程度上，目前啤酒行业的销售非常平淡。”

PS：

1 年前，我阅读年报还是自己下载，再一份一份看。现在，全部是 AI 干活，我只拿结论做对比和思考。

20 年前对信息的获取，更是远不及现在的水平。巴菲特买 100 股 AB 公司，是为了拿到那份纸质年报，一看就是 25 年。但他说了一个很重要的信息：

“我观察到，总体上，消费者的习惯。”

我有过类似的感受，一次性连续阅读某公司 10-20 年的年报，然后再阅读同行业 3-5 家竞争对手的年报，也许又是 50 份。你对这个行业的理解，基本上就已经超过大部分人了。

你会发现，这个行业正在如何发展，你一下子就有了一个基本脉络。只是每家公司的细节，需要你花更多时间，不停地去往深处挖，直到你确定了解全部细节为止。

回答 2：（巴菲特）

巴菲特：“葡萄酒和烈酒在这一大类中的地位有所上升，而啤酒的地位则有所下降。因此，如果你看看行业数据，你就会发现它们没有任何变化。米勒(Millers)在某种程度上恢复了活力。因此，**AB 公司多年来取得了一系列相当可观的收益增长和市场份额增长**，他们前几天刚刚举行了一次电话会议，但正如他们所描述的那样，**它的收益非常平稳，但不得不花更多的钱来维持市场份额，在某些情况下，还需要促销拼价**。因此，与几年前相比，他们正在经历一段肯定没有那么有趣的时期。

这是一个相当容易理解的产品，消费者的行为也相当容易理解，这是一个异常强大的业务。事实上，啤酒行业在过去 50 年里发生的事情对我和查理来说都很有趣，因为这(奥马哈)是一个酿酒小镇，我们在那里长大，查理认识 Storz 家族的成员以及他们中的很多人。二战后，Storz 占据了奥马哈啤酒市场 50%以上的份额，后来随着全国性品牌的兴起，Storz 基本上消失了。所以这是一个有趣的现象。

我认为啤酒业务在美国不会有显著增长。在世界范围内，啤酒在很多地方都很受欢迎，AB 公司在其中将拥有非常强大的地位。但一段时间内，我不指望这些收入有多大用处，但这对我们来说很好。查理？”

PS：

从巴菲特给的看法中，你也许能明白他想表达的点：

- 百威的市场份额和收益连年增长
- 资本支出和营销开销较高
- 收益稳定
- 产品易理解
- 消费者行为易理解
- 啤酒业务未来不会有太大增长

我是这样理解的，看一家公司的年报，我最关心的核心数字有三个：

- 历史营收和现金流增减变动
- 市场份额的扩张（销量和单价的综合影响）
- 资本支出

营收和现金流的持续增长，说明公司的业务和产品是在持续向上的。

市场份额要综合起来看，历史涨价权幅度优先，销量其次，最后判断心智份额，消费者为什么会优先想到该品牌。

资本支出和营销支出，最好不要有太大资本支出，否则自由现金流所剩无几，有利润但不进自己的腰包，生意模式就不行。消费品公司，营销费用是必须的，只是看多少而已。若营销支出增长，长期超过营收增长，说明公司的产品力，并没有想象中那么强，还会吞噬利润。

综合这些数字的基础上，再来思考公司为什么会有稳定的现金流入，消费者为什么喜欢买这个产品，是什么促使消费者只想选择这个产品？

啤酒业务的未来增长，即便不会有太大的增长，也没关系。我们考虑的是稳定的现金流，只要现金流不掉，估值就不会掉。而且估值越便宜越好，比如 10 年就能通过分红收回投资成本。

回答 3：（巴菲特）

巴菲特：“顺便说一句，那也是买入伯克希尔的最佳时机。我的意思是，**我们寻找的是具有持久竞争优势的企业。我认为毫无疑问，AB 公司拥有非常强大的消费者地位**。现在，正如我所说的，米勒啤酒已经在某种程度上恢复了活力。但另一件事是，在啤酒中你没有看到私人品牌或仿制产品的盛行，而你在许多消费品中看到，它们多年来以来一直拥有的强大地位，现在正在受到攻击，这是啤酒行业一个很小的优点。

但人均啤酒消费量却没有增长，没有什么能改变这一点。有趣的是，在这种气候下，平均每人每天要喝 64 盎司的水。我认为其中大约 27%将是碳酸饮料。当然，其中可口可乐产品将占 40%多。因此，在美国人每天饮用的 64 盎司液体中，你可以计算出其中的 11 盎司，男人、女人和孩子，将是可口可乐产品。

我可能会记错，但在我的记忆中啤酒约占所有液体的 10%。所以，**我相信美国人每消费 10 盎司液体中就有一盎司是啤酒**。顺便说一句，尽管你读到了星巴克的流行，当然是非常真实的，但在过去的 30 或 40 年里，咖啡一直在走下坡路。查理，你对自己的消费习惯有什么想法吗？你可以谈论的？”

PS：

竞争优势和强大的消费者地位，怎么体现出来？

接下来的这段话，你可以看出巴菲特对啤酒业务的心里锚定：

“但人均啤酒消费量却没有增长，没有什么能改变这一点。有趣的是，在这种气候下，平均每人每天要喝 64 盎司的水。我认为其中大约 27%将是碳酸饮料。当然，其中可口可乐产品将占 40%多。因此，在美国人每天饮用的 64 盎司液体中，你可以计算出其中的 11 盎司，男人、女人和孩子，将是可口可乐产品。”

人均喝 64 盎司的水，换算下来，**人均每天喝 1,890 毫升的液体**。其中：

约 27%是碳酸饮料，即 510 毫升的可乐。而可口可乐一家就占了 40%，约等于 204 毫升，相当于人均每天一瓶迷你罐的可口可乐。（迷你罐是 200 毫升，罐装 330 毫升，瓶装一般是 500 毫升）

这里应该是口误，不是 11 盎司，而是 11%。（27%×40%≈11%）

啤酒约占所有液体的 10%，即 189 毫升。百威拥有强大的消费者地位，自然市场份额也就大：

- 你可以直接换算百威大概的总份额，按照单位毫升的售价，毛估出全年营收
- 啤酒的生产成本总体可控，除非恶劣的价格战，毛利率是可以提前预估的
- 资本支出和营销开支，全看管理层的控制和执行

基于以上几点，百威每年的利润和现金流，你就可以大概估算出来。反之，你也可以反推出影响其现金流的恶性事件，比如：

- 恶劣、持续的价格战
- 为维持市场份额，营销支出暴涨
- 啤酒品牌和产品不再受欢迎

芒格在最后提到，这个国家有很多的啤酒厂，有几百家，而小地方有两到三个品牌。但他认为，**这种向少数巨头集中的趋势是永久性的**。

. . . . . .

今天就这些了。

逼出 AI 极限后，我找到了比炒股更赚的事

主题丨能力圈、阅读与长期学习丨投资决策、机会成本与组合选择

原发布日期丨2026.04.02　　作者丨年报其语

巴菲特，也会“劝退”你。

普通散户在股市中，注定会被宰割。我花了 120 个多小时，逼出 AI 推理极限，这个经历让我明白：在被技术急剧颠覆的时代，盲目炒股不如顺应趋势，将 AI 化为己用，把所有的筹码，押注在拓展个人能力边界，以及发展自己的生意上。

因为世界上真正的成功只有一个，那就是彻底摆脱被收割的命运，按照自己的方式去度过人生。

. . . . . .

伯克希尔 **2005 年**股东大会问答环节，**股东提问：**

“ 我的问题是关于美国再次出现贸易逆差的问题，以及它对美元未来价值的影响。**你认为在美国的个人或企业主是否应该关注其未来美元收入或储蓄的购买力，并将其投资分散到非美元证券中？**”

回答 1：（巴菲特）

巴菲特：**“我认为对于个人来说，选择个股、选择进入市场的时机、选择货币都是非常困难的。**我的意思是，我只是认为这是一个他们往往在错误的时间感兴趣的游戏。当那些不小心关注股票的人对股票产生兴趣时，就会出现一些逆向选择。

PS：

“我认为对于个人来说，选择个股、选择进入市场的时机、选择货币都是非常困难的。”

我不知道其他人听到这句话的时候，心里是怎么想的，但我是真的感同身受。个人投资者，尤其是没有太多投资经验的人，选股、买入、持有，几乎是一件**稳赔不赚**的事。只有你亲身经历过，才能明白那种茫然的心态。

若非必要，不要随意投资，因为大部分人都会亏损，这就是最残酷的事实。

如果有人天天劝你炒股，你要掂量一下 ，在投资这个领域，自己到底有几斤几两。

否则，等着你的，必然是一顿宰割。

回答 2：（巴菲特）

巴菲特：“我认为，**对大多数人来说，你能做的最好的投资，就是投资你自己**。我的意思是，当我和学生交谈时，你知道，我会说，**我愿意预先支付给他们 10 万美元，以换取他们未来所有收入的 10%**。在很多情况下，我会很高兴。所以，**我愿意花 10 万买下其中的 10%，那么我对这个人的估价是 100 万美元，这只是我眼前的资本价值。你为发展自己的能力或者你自己的生意，所做的任何事情，都可能会比你开始考虑个人的外汇资产配置更有成效**。如果你在这个国家有很好的生意，用美元赚钱，你会做得很好。

我的意思是，你可能生活在一个 20 年后的世界里，GDP 的几个百分点将用于偿还我们现在通过运行这些赤字所创造的债务和所有权。但你在美国会做得很好。所以，我不会那么担心。查理？”

PS：

听了这段话，我是想了几遍的。

“对大多数人来说，你能做的最好的投资，就是投资你自己。”

什么是投资自己？

巴菲特解释，投资自己是去发展自己的能力，或者自己的生意。

什么是发展自己的能力？

AI 时代来了，问个最简单的事情，你是努力学习 AI，拓展自己的能力，还是怨声载道的说，AI 现在的回答全是幻觉，完全不准？

若你选择前者，你至少是跟着世界的发展在往前走；若你选择后者，我也只能告诉你一个事实，AI 的的确确已经在影响我们的生活。

给大家分享一个我学习 AI 的经历。

我在最近一个多月的 AI 使用中，特别是对 Prompt 的使用：

- 每天对话超 3 小时
- 近 1 个半月的时间
- 共计超过 120 小时

这 120 个小时的 AI 对话，让我第一次感受到了 AI 的边界。

你们可能会奇怪，为啥要和 AI 对话？

实际上就是针对一些特定问题，比如说分析公司如何倒闭之类的，然后强行推动 LLM 大模型，触达它的能力边界，直到 AI 回答你：

“抱歉，我们已无法再继续往下探索，这已经是现在的极限。”

这是我上周在用 AI 时，第一次针对某个问题的问答，AI 无法再往下推理的结束语。这个单一问题的挖掘和多维度的验证、证伪，我和 AI 对话可能有 3 个多小时。那个时候我知道，AI 推理的大概极限边界在哪了。

然后我让 AI 生成了一版提示词，用 cc 跑出来的结果，的的确确让我感到了背后的凉意，AI 的推理能力远超我们想象。所以我非常推荐大家多用 AI，去感受 AI 帮你突破能力边界的那些瞬间。

你要把 AI 当成自己的工具，而不是一味地去排斥。因为你排不排斥，AI 都是未来。选择适应，而不是抗拒。

什么是发展自己的生意？

若让我在发展自己的生意，和投资之间做选择，我会毫不犹豫地选择“发展自己的生意”。

我不知道该怎么解释，但是我清楚的知道，自己的生意对我来说更有意义，而非投资。

当年明月在《明朝那些事儿》大结局的最后，在讲述了无数帝王将相的权谋、荣耀与生死之后，借徐霞客的故事，写下了全书的最后一句，也是我想表达的一句话：

“成功只有一个——按照自己的方式，去度过人生。”

借这句话，也许你能读懂，为什么巴菲特也会告诉你，你为发展自己的能力，或者你自己的生意，所做的任何事情，都可能会比你开始考虑个人的外汇资产配置更有成效。

……

今天就这些了。

定价权的颗粒度：那 10 美分的生死线

主题 | 企业生意模式与竞争优势

原发布日期 | 2026.04.07　　作者 | 年报其语

巴菲特在 2005 年，对提价权做的一次解读：

“通过观察价格行为，你可以学到很多，你可以学到很多关于企业经济护城河的持久性。”

. . . . . .

伯克希尔 **2005 年**股东大会问答环节，**股东提问：**

“ 先生们，早上好。我的名字是马特·绍尔(Matt Sauer)，我来自北卡罗来纳州的达勒姆。许多企业报告说，燃料、金属和木材等投入的成本和附加费都在上升，**它们往往无法将这些成本转嫁给消费者**。如果大宗商品价格稳定在高于过去十年的水平，未来企业的利润率会受到影响吗？”

回答 1：（巴菲特）

巴菲特：“这是一个很好的问题。我会说，这在很大程度上取决于你所说的行业。

但是，以我们的地毯业务(Shaw 工业)为例，正如我在年度报告中提到的，**由于原材料价格上涨，我们一次又一次地受到打击**，因为其中有很大的石油衍生品因素。**我们在向客户提价方面已经落后了**，只是因为我们想在一段合理的时间内保护内布拉斯加州的家具市场，或那些已经订购的家具。**而这挤压了地毯市场的利润空间**。

我们在 Johns Manville 使用大量天然气，在 Acme Brick 使用大量天然气，这往往会挤压一些利润。我认为，随着时间的推移，这些大宗商品出现了更多的通货膨胀。**钢铁价格已经涨了很多了。拥有强大竞争地位的企业会设法转嫁原材料成本的上涨，就像他们转嫁劳动力成本的上涨一样**。但你也会遇到一些暂时的情况，比如有时，成本增加得更快。我的意思是，当我们每天进口 1000 万桶或更多的石油时，如果我们比一到两年前每桶多支付 20 美元左右，也就是每天 2 亿美元左右，那么石油成本的上升是一项税收，但它更多的是对美国消费者的税，而不是对美国企业的税。美国企业或许将能够度过大部分原材料成本的上涨。”

PS：

衡量企业最重要的指标之一：**能否涨价**。

这个问题可以用两个东西来解读：

- **成本上涨**
- **毛利率的维持**

成本上涨

不管是巴菲特提到的地毯业务，或是大宗商品的通货膨胀，其本质都一样，**任何一家企业都要面临来自成本上涨的压力**。

若成本上涨，但企业无法将成本上涨的压力，转嫁到其他地方，这势必会压缩企业的利润空间。

我现在对很多企业的考虑，出发点是就是面临成本端的通货膨胀，企业会如何应对成本上涨风险。

比如说我之前看的联合健康，医疗成本（MCR）从 83%上涨到接近 90%。7 个百分点的成本上涨，把企业的利润砍去一半多。如果不是保费连续几年的增长（每年 5%上下），联合健康的现金流就不止仅损失一半，而是损失 2/3。

这还是在保费每年涨价的情况下，不过这只是一个个例参考。

除了提价权外，企业对成本的控制能力，几乎就决定了利润线。

毛利率的维持

毛利率这个指标为什么非常重要？

毛利 = 收入 - 成本

收入，代表提价权。

成本，代表原材料涨价。

假设一家企业正面临原材料急剧上升的压力，比如前几年的铝矿、去年的内存、今年的石油，衡量一家企业竞争能力的基础点就是：一，能否通过规模经济，提前锁定更低原材料价格保护毛利；二，若不能，能否通过涨价保护毛利。

在这种情况下，低成本生产商拥有天然的抗寒能力，涨价决定了其产品的刚需（稀缺）性质。

但任一端口缺乏竞争优势，都会使公司的毛利率下降。

我后来才明白一个道理，企业最好是拥有真正的低成本优势，顺带拥有不轻易示人的涨价能力，就像秘密武器一样。因为直接涨价，是无情的将成本上涨风险转嫁给消费者；在这之前，最好的办法是先控成本。

但提价权，的确是真正考验一家公司的底牌。

回答 2：（巴菲特）

巴菲特：“**我们喜欢收购那些我们觉得有潜在提高定价能力的企业**，但我们最近没能做到这一点。但回到 1972 年，当我们买了喜诗糖果时，我想我们的糖果是每磅 1.95 美元，他们一年卖出 1600 万磅糖果，税前赚了 400 万，而我们的买价大约是 2500 万美元。如果我愚蠢地拒绝在价格上让步，这将让我们损失很多钱。

但我们问自己的一个问题，我们认为答案是显而易见的，**如果我们每磅提价 10 美分，销量会不会一落千丈？至少在我们看来，答案是 NO。**喜诗糖果的产品中有一些未被利用的定价能力。**当你不得不在提高价格之前进行祈祷时，那这不是一个很好的生意**。我意思是说，这门生意会很难做。我想说的是，**你几乎可以通过企业在决定价格上涨能否持续时所经历的痛苦，来衡量一家企业的实力**。”

PS：

“我们喜欢收购那些我们觉得，有潜在提高定价能力的企业。”——涨价的权力。

若这句话还不够直接，巴菲特也做了解释：

第一，若我们每磅提价 10 美分，销量会不会一落千丈？

第二，当你不得不在提高价格之前进行祈祷时，那这不是一个很好的生意。

这两个问题适用于所有企业，你也可以简单地理解为：

- 若涨价销量就下降，说明产品不是刚需
- 若涨价前担心销量，说明产品竞争力不够

这几天比较热的话题，可能就是泡泡玛特的估值了，我们也可以问一个基本问题：

“若泡泡玛特的单个盲盒，今年上涨 5%，从 69 元上涨到 72 元，整盒从 828 元上涨到 869 元，会导致其**销量**、**会员数量**、**复购数量**，分别下降多少？”

我个人认为影响不大，所以我对泡泡玛特的考虑，就不是价格，而是盲盒背后 IP 的精神属性，会在多大程度上影响和延续下去。

. . . . . .

今天就这些了。

巴菲特：有些利润是变出来的，财报到底该怎么看？

主题 | 财务质量、现金流与资本回报
原发布日期 | 2026.04.08　　作者 | 年报其语

金融机构的利润，本质上是脆弱的会计估计。因为微小的假设变动，就能通过规模杠杆扭曲盈亏，变成专业审计师也看不懂的认知黑盒。

很多时候，财报分析，并不能让你真的看懂财报。

今天的问答，我估计很多人会看不懂。

. . . . . .

伯克希尔 2005 年股东大会问答环节，**股东提问：**

“ 谢谢。比尔·阿克曼来自纽约。美国国际集团(AIG)、房利美、房地美和 MBIA 这四家 AAA 评级的公司中，正因会计欺诈而接受正式调查，并正在重新编制财务报表。正如查理之前所说，我认为 AAA 评级的公司是一个典范，一个应该以最高的会计和道德标准行事的公司。

我的问题是，这让我想到，投资者如何能够放心地投资于任何一家金融服务公司，即使当相当比例的 AAA 评级公司存在虚假和误导性的财务数据时？我想接下来的问题是，为什么评级机构不从会计的角度做一些独立的尽职调查，这样他们就可以帮助观察这个问题？”

我先对以上的问题做一个解释：

1. 若金融公司有财务造假嫌疑，该怎么办？

2. 评级机构为什么无法查出这些造假？

回答 1：（巴菲特）

巴菲特：“嗯，金融公司比许多公司更难分析。我的意思是，如果你从事保险业务，你知道，即使你拥有公司，**最大的一个很难评估的因素是损失准备金和损失调整费用准备金。这对任何特定时期的报告收益都有巨大的影响。时间越短，假设的微小变化所产生的影响就越大**。

你知道，我们会说 450 亿的损失准备金。但是，如果我必须拿我的生命去赌 450 亿是略高于还是略低于，我的意思是，我会想它会是一个很长时间。**你可以很容易地得到 455 亿或 445 亿这样的数字。如果你关心的是报告给定时期的收益，这将是一个很容易玩的游戏**。对银行来说，主要是看贷款是否良好。我也是银行董事会的成员。你知道，我得到了一些惊喜。这很难说，因为这是金融公司。如果你分析像 WD-40，或者喜诗糖果，或者我们的砖块生意，或者其他，他们可能有好的或坏的前景，但你不可能在当前发生的事情上欺骗自己。但对于金融机构来说，情况要困难得多。然后你再加上衍生品，那可能没有人知道，世界上一些最大的银行的确切状况。

但这又让你回到了机构的尽职调查问题上。房地美和房利美的董事会都有非常高级别、在财务上非常聪明的人。然而，你知道，**（虚报利润）一个是 50 亿，一个显然是 90 亿。那些都是大数字。我不认为那些人疏忽了。只是，很难准确地知道金融机构发生了什么**。

查理和我是所罗门兄弟公司的董事。**查理是审计委员会的成员。我忘了你发现的一些东西的金额大小。但是，仍有很多东西没有被发现**——这并不意味着下面的人是骗子。这只是意味着，**处理成千上万复杂的交易非常困难，特别是涉及到多个变量的计算时，在任何给定时刻都很难知道事情的进展情况。当然，当两边的数字都变得巨大时，你在这些巨大的数字中得到微小的变化，它们对季度或年度数字产生了令人难以置信的影响，因为这一切调整都集中在很短时间内**。

所以我只是认为你必须接受这样一个事实，保险、银行、金融公司，我们已经看到了各种各样的金融公司，既有欺诈，也有随着时间的推移犯下的大错，这些年来一个接一个地发生。**这是一个更危险的分析领域**。这并不意味着你不能在里面赚钱。我们已经赚了很多钱了，但这很难。”

PS：

如果你没有会计基础，那么上述回答背后的实际含义，可能无法理解。我先把重点标出来，然后挨个翻译一下，共 4 个：

- 金融分析，失之毫厘，谬以千里
- 金融审计，无法自证的黑盒
- 金融黑洞，没人轻易看透
- 规模陷阱，利润失真

金融分析，失之毫厘，谬以千里

在会计处理中，损失准备金（Loss Reserves），是资产负债表中最大的负债项目。它不是已发生的支出，**而是对未来赔付的估计**。

为什么巴菲特说，时间越短，假设的微小变化产生的影响越大？

举个例子。

假设一家保险公司，保费收入是每年 100 个亿，但它累计计提了 300 亿的累积损失准备金。

若管理层对长期赔付率的假设，哪怕只变动 1%，比如说从 60%变成 61%。这 1%的变动，反映在 300 亿的基数上，就是 3 个亿的利润抵减。

对保险公司当年的利润来说，这 3 个亿可能只占到净利润的 10%。但对每个季度的净利润来说，这 3 个亿就有可能会让当季利润，从盈利变成亏损。

金融审计，无法自证的黑盒

这一段是**实物资产**和**金融资产**之间的对比。

就好比巴菲特提到的喜诗糖果，重点不在于公司的财报或者利润好不好分析，关键在于喜诗糖果的业务是具体的、物理的、肉眼可见的。

比如我们在审计时，可以通过到现场执行实物监盘，直接检查糖果的库存、数量和状况，坏没坏，质量有没有问题，有没有滞销，只要你在现场认真核查，总能看到蛛丝马迹。

但对金融资产，即便你是巴菲特，也可能踩雷。因为金融资产的质量，你肉眼是看不出来的。再加上衍生品交易，试问有几个人能轻易判断背后的复杂处理，到底是好是坏？巴菲特的原话更万恶，可能没人知道（No one knows）。这不是难不难懂的问题，而是真相压根儿不存在于你看到的这份报表中。

在制造业，存货的问题，你能肉眼可见；但在银行，贷款有没有问题，只要借款人还在偿还利息，哪怕是新债还旧债，它从报表上看都是没有问题的。

很多时候，在你没有理解生意前，看报表是没有用的。你更需要看业务是否具备被看到、被摸到的真实性。作为普通投资者，若一个东西连巴菲特和芒格都觉得完全看不懂，那你觉得自己能通过几份财报和研报，就看懂它吗？

金融黑洞，没人轻易看透

很多人以为，只要有 CPA 和审计师，特别是四大的，金融机构就相对安全。

实际上，金融行业的容错空间，比你想的要小得多。一个假设的微小调动，就是几十上百亿的盈亏变化。

巴菲特提到的房地美（Freddie Mac）和房利美（Fannie Mae），在当年的财务丑闻中，分别涉及 50 亿和 90 亿美金的利润错报。

在金融机构中，会计准则的处理，要比你们想得复杂得多，事务所经理级别的，都不一定能够给你解释清楚，比如说衍生品的对冲会计处理，正常人就是直接看文字，你都看不懂它写的到底是什么。

我给大家一段国际会计准则 IFRS 9（国内准则第 24 号），关于**现金流量套期损益处理**的一段会计准则原文，你们细品一下：

“套期工具产生的利得或损失中属于套期有效的部分，应当直接确认为其他综合收益，并列示于套期储备中。其金额应当按照下列两项中绝对值较小者确定：

1. 套期工具自套期开始的累计利得或损失；
2. 被套期项目自套期开始的预计未来现金流量现值的累计变动额。

每一期确认为其他综合收益的现金流量套期储备的变动额，应当通过‘其他综合收益——套期损益’科目核算。如果被套期项目为预期交易，且该预期交易随后确认一项非金融资产或非金融负债的，企业应当将原计入其他综合收益的套期储备金额转出，计入该资产或负债的初始确认金额……”

这就是所谓的，**“每个汉字都认识，连在一起不知道在说什么”**。

当有人给你说，他正在看某某公司财报，恰好有上面的金融资产，你就拿这个问他，绝壁一问一个准。你问我，我也只有给你说，不晓得。

回到巴菲特的回答，这些公司的董事会成员懂吗？

放心，基本上都是不懂的。

规模陷阱，利润失真

在制造业里面，可能存货算错一丢丢，真的可能就是几颗螺丝的事情，还不至于那么严重。

但是在金融行业，一个模型中的精算假设，但凡微调一丢丢，全年的利润都只有打水漂。

芒格也是审计委员会成员，连他这种级别的人，都没办法完全挖掘真相，那各位普通投资者，总不能说看了几本财报分析书，学会了分析技能，研究了几十家公司，就认为可以通过几张报表，研究一家银行或者投行吧。

很多时候，当一个公司的会计处理背景极其复杂，但是每个季度都能给投资者交出满意的增长业绩时，你可能就要小心了，你怎么知道，管理层有没有为了自己的绩效利益、股价压力，稍微动一下几个无关紧要的参数呢？

我用巴菲特的原话，结束今天的解读：

“我不会责怪评级机构不能深入研究财务状况，找出那些虚假数字。你谈到的所有公司都有知名的审计师。在伯克希尔的审计师去年花了多少小时？我不知道会是什么，可能是 6 万或 7 万小时。我敢肯定，在其他地方，如果你拿主要银行来说，他们花费的时间比这还要多。但是，他们能确定这些数字吗？我很怀疑。查理？”

绝大部分人，忽略了巴菲特的会计水平。在我看来，我甚至认为他是穿越回来的。

为什么？

要知道，当年格雷厄姆发布《证券分析》（第一版 1934 年）和《聪明的投资者》时，还没有自由现金流这个概念，这个概念是在四十多年后才被正式提出来。

而 19 岁的巴菲特读了《证券分析》后，不久就自己悟出了类似的概念（Owner’s Earning），你说他是怎么办到的？

……

今天就这些了。

2006

芒格：毁掉一个精英最快的方法，是逼他补短板

主题丨能力圈、阅读与长期学习

原发布日期丨2026.04.09　　作者丨年报其语

"我们比大多数人，更了解我们的能力优势。"——查理·芒格

了解自己的能力优势是非常有用的，如果你不知道某个事物的优势，它就不是一种能力。

因为人的精力，才是最稀缺的资源。

不要试图把自己修剪成一棵完美的盆景，而是长成一棵冲上云霄的参天大树。哪怕你的根部有一些别人看不惯的树瘤，那也是你向上生长的代价。

.....

伯克希尔 2006 年股东大会问答环节，**股东提问：**

“你好，我的名字是 Andy Pollen，来自密歇根州的艾德里安。再次感谢您邀请我来到奥马哈。我的问题是给沃伦的，但是，查理，也请补充你的想法。沃伦，我听你说过很多次，你不懂科技，你依赖比尔，这很好。我从今年的电影中看到你在学习，所以这很好。**我也很想知道您到目前为止了解到的其他信息技术公司的情况，例如，IBM、Sun Micro systems、Oracle、Dell、EMC 和 Intel。**”

回答 1：（巴菲特）

巴菲特：“**我所学到的是，我知道我不知道。我知道我不知道的，就足够做出投资决定**。查理和我的能力范围延伸到评估多种类型的业务，但有很多业务我们无法评估。其中一些，我认为很少有人能做出正确的评价。这样的商业领域，未来很可能与现在不同，也许有一些人对此有很好的见解，但我们肯定没有。

我们最擅长的业务是，我们可以判断其 5 年后、10 年后，它们会看起来和现在很相似，它们规模会更大，它们会做不同的事情，但基本原则是一样的。5 年后，伊斯卡将成为一家更大的公司，它可能是一个更大的公司，我们可能有机会进行有趣的收购。但你在未来看到的，基本面是不会改变的，人们的思维方式不会改变。

我可以说出一些必将发生巨大变化的企业。**当你想到电信业务在过去 15 年或 20 年里发生了多大的变化时，这是令人吃惊的。即使是事后来看，也很难弄清楚谁会赚到所有的钱等等，这种比赛太艰难了。**”

PS：

知道自己不知道，比你说你知道，要难得多。你理解得越深，越会发现自己的无知和渺小。

所谓不知道和能力圈，说到底，就是做自己擅长的事情。不管你怎么学习新的东西，你会发现你最擅长的点，就是那么几个，其他的都只是在帮你强化你的优势。

找到自己的擅长和优势，充分发挥它，就是人生正解。

为什么巴菲特和芒格可以判断一家公司，10 年乃至 20 年以后的情况？

因为他们只找自己擅长的、看得懂的业务。他们能了解公司做事的基本原则和方向。只要这些根本的东西不变，你就知道它未来除了会长大外，其他地方不会有太大变化。

这些东西，我觉得在看多了之后，是能明确感觉到的。

我去年看了有 20 多家公司，能够说有看懂迹象的，不超过 5 家。能够合理初步判断的，现在回过头来看，只有 1.5 家。因为有一家公司，我正在从头研究。

所以我能深刻体会到，要尝试搞懂一家公司，有多么难。

回答 2：（巴菲特）

巴菲特：“你知道，查理说，"我们公司有三个箱子：进去，出来，太难了"。(笑声)**很多事情最终都被归为"太难"一类，这并不会让我们感到困扰。你知道，我们不需要把每件事都做得很好**。

如果你去参加奥运会，如果你百米跑得好，你就不用投铅球了。如果你百米跑得足够快，其他人可以投掷铅球，你仍然会得到一条金丝带。所以，我们努力保持在能力范围内。我想是 40 年代，IBM 创始人老汤姆·沃森很多年前说过，"我不是天才，但我在某些点上很聪明，那么我会呆在这些点上。"你知道，这真是太聪明了。**我们发现，我们的许多经理人并不认为他们能解决世界上的所有问题，但他们把自己的企业经营得非常好**。

弗兰克·马丁提到了 Forest River 公司。你不想去和皮特·利格尔和他的生意竞争。他会打败你的，他非常非常棒。但他不会过来告诉我们如何经营保险业务，因为那不是他的游戏。

我们寻找那些在他们理解的事情上非常擅长的人。我相信，对于你提到的英特尔，我们一点也不会感到自卑。英特尔诞生的时候，我几乎在场，因为我是格林内尔的董事会成员，而鲍勃·诺伊斯是格林内尔的董事会主席。我们在格林内尔购买了英特尔价值 30 万美元的原始股。而且，我知道鲍勃一直是一个非常非常聪明的家伙，但我不会有最微弱的想法如何评估英特尔的未来。然后，结果是我现在真的没有拥有它。

我认为，在过去几年中，他们在与 AMD 的合作中以及在他们的业务中发生的事情中，自己可能也有一些惊喜。但五年后会是什么样子，我不知道。我不太确定，如果你在这个行业，你能否会确切地知道五年后会是什么样子。有些生意是很难预测的。查理？”

PS：

你真的不需要把每件事都做得非常好。

你只需要抓住你擅长的、有把握的、有优势的事情，把它们无限放大。

巴菲特是怎么找人的？

我们的很多经理人，明确知道他们只能解决有限的问题，但他们能把自己的公司经营得很棒。他们理解自己在做什么，擅长什么。

这就是巴菲特和芒格要寻找的人。

也可以这么说，他们找的就是自己的同类。

但是这也很反人性，因为在你极度擅长的领域，最终剩下的只有重复，以及很多年才有的那一点点突破。

也许你会觉得，我做个 10 年没问题。10 年后呢？20 年，30 年呢？

你自然能理解，唯一让你坚持下去的，只有热爱。

很多人说自己是长期主义，我判断这种事情的依据，也只有一条，就是问他（年纪 30 岁前后的）有没有哪件事，是做了 10 年以上且不腻的。

如果没有，那我就能明白，他大概率不懂什么是长期主义，只是嘴上说说而已。

在我离开事务所之前，我能清晰的记得，有两件事，我是坚持做了 10 年以上，而且现在依然在每天开心做的：

第一件事，研究准则（会计和审计准则）。不过现在因为没有执业了，所以没怎么看了，但是所有的研究思路、资料和方向，全装在我脑袋中，随时可以调用出来。

第二件事，阅读。特别是阅读经典书籍和公司年报，从未断过，会一直持续到我读不动为止。

另外有一件事，是我最近三年慢慢累计起来的，就是写作。我起先觉得我不会写作，写不出个啥。后来才发现，写作是如此的有意思，而且越写越想写，变成了一种习惯。我就知道，又多了一件可以继续干到老的事情。

我给大家分享一个，我以前看过的优势分析框架。

原理

优势的本质是**【能量】**，而不是**【技能】**。

很多人有一个误区，认为自己擅长的事，就是他的优势，但这真不一定。

因为即使你某件事做得再好，只要做完这件事让你感到力竭、甚至厌恶，它实际上是你的弱点。

所以前面我前面说了，真正的优势是**擅长+热爱**，二者缺一不可。

价值

若一个人能在某件事上，维持非常高且有效的产出，但他内心却极度痛苦，这件事有没有持续下去的价值？

你必然明白，没有。

因为心理熵增，最终会让这个人濒临崩溃、出错或被淘汰。这是物理学不可违的一个原理，我们终其一生，也只是在拼命地做熵减而已。

所以优势不是你会做的事，而是那些你做完之后，还能觉得必须再来一次的事。不管你做得有多好，只要做完感觉想吐，那就是你的短板。

辨识

你可以问自己 4 个问题，以此推断某件事是不是你的优势：

- 做这件事的时候，你的效率是否明显高得多？
- 一件事还没开始，你就有一种赶紧开始的冲动？
- 做这件事的时候，你是否很容易忽略时间的存在，且学习曲线极快？
- 做完之后，不管再累，你都觉得好爽，而不是痛苦和厌恶？

说白了，判断优势有 4 个快速方法：上手快不快、平时想不想做、学的时候嗨不嗨、做完爽不爽。

弱点

有优势，就必然有弱点。

但是你无法消灭弱点，你只能想办法控制弱点，不让它拖后腿。这种事情在工作中是最明显的，所以你必须想办法控制它。

比如说，现在有一项你非常讨厌的工作，该怎么办？

很简单，先看能不能不干，不能干就找人一起干；若不行，就想办法换个方法干；若实在躲不掉了，就把它当成你喜欢事情的一个小部分，用优势和喜欢来覆盖弱点。

每个人都有自己的生存空间，但是千万不要拿自己不擅长的事，去跟别人的天赋硬刚，你肯定是刚不动的。把你的强项练到最好，只要你的弱点不让你失业，就随它去吧。

. . . . . .

今天就这些了。

审计师：50 倍 PE 是死穴，这 100%指标才是真底牌

主题 | 内在价值、估值与安全边际

原发布日期 | 2026.04.12　　作者 | 年报其语

“我们觉得这是一个非常好的行业，但几年前的股价非常愚蠢，而且你绝对可以责怪我没有卖掉股票。但显然，50 倍的市盈率对这只股票来说，是一个愚蠢的价格。”——沃伦·巴菲特

巴菲特说，他们在可口可乐身上看到的是，**在有形资产上获得 100%的税前利润规模**。

我们顺带解释下，这个简单有效的收益率判断指标：

税前利润 / 有形资产

. . . . . .

伯克希尔 2006 年股东大会问答环节，**股东提问：**

“我是来自康涅狄格州的菲利普·麦考。**你已经有一段时间没有对可口可乐发表评论了**，现在你离开了董事会，我想知道你是否愿意对此发表评论？”

回答 1：（巴菲特）

巴菲特：“是的。好吧，我不会做出与我在董事会时特别不同的评论。但可口可乐是一家出色的公司。今年，可口可乐将在全球销售超过 210 亿箱各种产品，比其他任何产品都多，而且每年都在增长。这很有趣。**不管是 1997 还是 98 年，当时的股票都卖到了每股 80 美元以上，我不记得当时的每股收益是 1.5 美元**，还是多少，而当时的收益并不像现在的收益质量那么好，现在收益是 2.17 美元，或者差不多的数字。而且每年可口可乐占世界上人们所消费的液体的份额略有增加。他们在投资资本上获得了惊人的回报。**你知道，不包括装瓶业务，这是一个拥有 50-60 亿有形资产的企业，赚的钱也差不多是这个规模。因此，世界上没有多少大企业能够在有形资产上获得 100%的税前利润。这将是一项伟大的事业，而且一直是一项伟大的事业。**

回想起来，股价在那时候也达到了一个荒谬的水平，但你不能让现在的管理层内维尔·艾斯戴尔对此负责。你知道，**如果公司今年的销量比去年多 4-5%，而世界人口增加 2%，这只是意味着更多的人比前一年更多地把这种特定的液体灌入他们的喉咙，自 1886 年以来，这种情况一直在发生。”**

PS：

就两个事儿：

- **巴菲特怎么判断股价太贵了**
- **从可口可乐身上，我们要看的是什么**

两个非常简单、且有效的判断方式，随学随用。

巴菲特怎么判断股价太贵了

第一个，市盈率。

市盈率 = 股价 / 每股收益

“不管是 1997 还是 98 年，当时的股票都卖到了每股 80 美元以上，我不记得当时的每股收益是 1.5 美元。”

怎么理解这句话？

计算下来，市盈率超过 50 倍。（80/1.5）

这个判断不纯粹是用净利润的数字来计算。

一来，必须满足**【利润，即现金流】**的基本条件。

二来，上述计算是以**【零增长下的永续折现】**为依据。

也就是说，假设可口可乐从 1998 年起，未来的利润和现金流不再增长，就是每年挣 1.5 元/股，永远挣这么多。那么你现在花 80 块钱，买下这门 1.5 元的生意，至少要等 50 年后，才能把投资成本收回来，这绝对不是一笔划算的买卖。

在我的理解中，市盈率的使用，还有两个必要前提：

- 历史净利润和自由现金流的差异不超过 20%
- 能够判断净利润的真实性

历史数据至少 5 年起步，最好拉长到 10 年，时间太短（2-3 年）一般是看不出啥特别问题的。

一家公司的经营资金流转，通常不是某一年的结果，而是前后 3-5 年的规划。所以自由现金流的稳定性，最能看出公司对经营的掌控程度。

一般来讲，现金流丰富的优质公司，只会有两种情形：

- 每一年的利润和现金流呈稳定匹配
- 偶尔有几年的利润和现金流出现较大差异，但通常不会超过 3 年

出现差异的背后原因也不会太复杂， 不是遇到些特殊问题，就是对上下游资金的占用或回笼出现了时间差，比如上下游某一环节出现暂时性困难。

去年到今年，内存价格暴涨就是一个例子。与之相关的公司，在存货和成本端口支付的现金流，会导致全年现金流出现暂时性下滑。未来内存价格稳定或下跌后，现金流又会恢复一些。

但是，对净利润的真实性判断。

我个人认为，没有充分学习、理解或做过会计的朋友， 光凭“财报分析”，是很难判断利润真实性的。我只能说，**【理解会计】**要比**【财报分析】**更加有用。

你们平常看到的很多报表分析，看看就好。如果审计师查报表真有这么简单，审计这个行业也不会在现代金融开启后，存在这么多年。

这就是一个猫和老鼠的游戏。

从可口可乐身上，我们看到了什么

第二个，有形资产收益率。通常资产收益率的计算是：

xx 资产收益率 = 净利润 / xx 资产

“你知道，不包括装瓶业务，这是一个拥有 50-60 亿有形资产的企业，赚的钱也差不多是这个规模。因此，世界上没有多少大企业能够在有形资产上获得 100%的税前利润。”

怎么理解这个 100%的税前利润规模？

以 2006 年的可口可乐为例。

2006 年的总资产为 300 亿美元，其中有形资产 69 亿元（即固定资产 PPE），上一年度是 58 亿美元，我们一般取平均数，即 63 亿美元。

2006 年的税前利润是 66 亿美元，净利润是 51 亿美元，经营活动现金流量净额是 60 亿美元，自由现金流是 45 亿美元，净利润和现金流基本匹配。

巴菲特说的**【在有形资产上，获得 100%的税前利润规模】**，指的就是：

税前利润 / 有形资产

算下来，2006 年是 105%。即税前利润 66 亿美元，除以有形资产 63 亿美元。

要想连续 10 年以上达到这个有形资产收益率，是一件非常难的事情。

按照他的这个标准，你又可以淘汰一大批潜在标的公司。

如果你用这个算茅台，这个数字就很夸张了。2024 年，茅台的有形资产仅 250 亿元左右，当年所得税前利润 1200 亿元，收益率是 480%。

资产收益率这个指标，并不复杂，你只需要理解两个基础内容：

- 资产质量
- 现金占比

如果是从资产负债表出发，其实就是一个从上到下，从总到分的拆分过程。我们可以将总资产的划分维度，按下面 3 个方面顺序思考：

- 流动资产和非流动资产的比重
- 总资产中**现金**的占比
- 总资产中**有形资产**的占比

第一，流动资产远超非流动资产。

这是我们口中的轻资产模式，没啥有形资产，只有钱和存货，不需要其他啥特别的投入。比如泡泡玛特、农夫山泉等类似公司。

第二，现金占比极高。

在大 a，现金占比的高点，有一个标杆企业摆在那的，茅台。在 2021 年，茅台的现金占比，最高接近过 75%，2550 亿元的总资产中，超过 1900 亿元都是现金。

现在还有一家公司比茅台更狠，拼多多，现金占比最高 80%，2025 年度的拼多多，6300 亿元总资产，超过 5000 亿元都是现金。

第三，有形资产占比很少。

巴菲特和芒格寻找的公司，要符合三个基本条件：**毛利率高、资本支出少、有提价权。**

资本支出少，也有两个前提：一，有形资产的原始投入不高，故占总资产的比重极小；二、未来不需要有形资产的过多维持投入。

答案也就出来了，不需要什么投入，却可以带来极丰厚的利润和现金流。

. . . . . .

今天就这些了。

巴菲特：看透事实的 8 个字，AI 算不出来

主题 | 投资决策、机会成本与组合选择 | 能力圈、阅读与长期学习

原发布日期 | 2026.04.15　　作者 | 年报其语

“与做趋势跟踪者相比，做反向投资者并没有什么特别的优点。”——巴菲特

当 AI 逻辑沦为标配时，投资的胜负手只剩一件事：

“独立核实事实，用真相刺破谎言，让市场为你服务。”

. . . . . .

伯克希尔 2006 年股东大会问答环节，**股东提问：**

“我是来自洛杉矶的 Bob Klein。你说过，直到潮水退去，你才能看到谁在裸泳。**你能否讨论一下在投资或一般业务中尝试采用理性决策过程的方法，而不是只关注少数情况或短期内的成果或结果**？例如，如果竞争使保费降低太多，承保某些保单可能不是一个好主意。同样，在股市中，量化投资者可能会在一段时间内获得不错的收益。但在高位买入并试图在高位卖出并不是一个好的长期策略。**所以我想听听你们提供一些关于使用有效决策过程的重要性的细节**，即使它可能会在短期内导致一些糟糕的结果和表现不佳。 ？”

回答 1：（巴菲特）

巴菲特：**“你是对的，是因为你的事实和逻辑推理是对的，所以你要做的就是确保你掌握的事实是正确的**。在这个国家，这通常很容易做到。我的意思是，各种信息都可以得到，互联网让它变得更容易。**一旦你掌握了事实，你就得仔细思考它们的含义**。你也不需要做民意调查，你不会注意那些不重要的事情。我的意思是，你要寻找的是一些重要的、可知的东西。如果有些事很重要但又不可知，那就放弃了吧。我的意思是，这可能很重要，比如明天是否有人会投下核武器，但这是不可知的。也有可能是各种各样的事情。还有各种各样的事情都是可知的，但却不重要。**在专注于业务和投资决策时，你要努力思考，你把它缩小到那些可知的和重要的东西，然后你决定你是否拥有足够有价值的信息，与价格等相比后，这将促使你采取行动**。”

PS：

“正确事实，逻辑推理。”

从这 8 个字看来：

正确的判断 = 正确的事实 + 正确的逻辑推理

依我现在用 AI 做的分析和判断结果来看，LLM 大模型的逻辑推理能力，绝对比大部分人强。

真正难的是，掌握正确的事实。因为人，是会说谎的，还是长期持续说谎。否则，每年哪来那么的舞弊和造假案，而且金额一年比一年大。你们总是听到，今年查出 xxx 财务造假金额为历史最高，没有听到过 xxx 财务造假金额为历史最低吧。

当下的时代，获取信息几乎是没有门槛的，难的是信息噪音太大。二手、三手、四手信息太多，造谣成本低到可怕，大部分人甚至无法区分听到的信息，到底是真是假。

但当你真正获取了事实的时候，你又会如何冷静下来思考呢？

短视频时代，信息泛滥、极度膨胀，人的思考能力被挤压到最小。实际情况是，专注于短视频和快餐信息的人，思考能力正在极速退化。

举个例子，AI 的使用。

是不是你刷一个 3-5 分钟的短视频，《5 分钟极致 Claude Code 教学视频，保证一看就会！》，就学会使用 claude code 了？

就连 AI 的基础，提示词，是不是看几个提示词案例，复制粘贴几个提示词模板，就知道提示词该怎么用了？

相信我，你看一万个都学不会的。

为了压缩一个提示词的生成过程，我自己试跑多个项目，时间是按几十个小时起算的。没有各种试错，我压根儿就不可能知道，提示词的生成，需要掌握哪些最基本的东西。

所以，当看到巴菲特说，专注于业务和投资决策时，你要尽可能地思考，找到**【可知且重要地信息】**，并判断信息的价值程度，再与估值作比较，最后下结论。

我几乎下意识地在脑中回想，如何从年报中搜索关键信息，以及判断信息价值的过程。

然后根据对现金流的判断，做出两个维度的快速估值：一，毛估估的上限和下限；二、带有一定未来增长空间的 DCF。

剩下的要做的事，有且只有一件：**判断对未来现金流考虑的大致准确性**。

对我来讲，哪些事实和信息，能够帮助我更好的理解和推断未来现金流的强弱，哪些就是**【可知且重要地信息】**。

回答 2：（巴菲特）

巴菲特：“别人在做的事情毫无意义。**格雷厄姆在《聪明的投资者》第八章中写道，市场是为你服务的，而不是指导你**。这是非常重要的，当人们谈论股票的势头或图表或任何类似的东西时，他们是在说市场在指导你。市场不会指导我们，市场是为我们服务的。如果它做了一些愚蠢的事情，我们就有机会做一些事情，因为它正在做一些愚蠢的事情。然后我们就大胆去做。**但市场其实什么也没告诉我们，它只是告诉我们价格。如果价格与事实和推理不符，那么你就需要采取行动。如果没有，你就忘了它，然后在那天和第二天去打桥牌，看看有没有新的东西**。好的方面是总是有新的东西。”

PS：

经典的【**市场先生**】概念：市场是为你服务的，而不是指导你。

市场只是一个报价器，就是我们每天看到的股价变化，但是它也只给出了价格。逆向投资者做的，是在市场报价和事实价值中间，找到那个最大的价差。

你根据你的信息和事实，所得出的价值，比市场当前的报价，要高得多。若你确信你的逻辑推理正确，那么这就是你的击球区；若没有出现价值远超报价的情况，除了等也干不到别的事。

正确的事实，正确的逻辑推理，正确的判断。

至于对不对，你无法靠别人给你答案，只能自己去等、去悟。

. . . . . .

今天就这些了。

2007

巴菲特：19 岁读的这本书，我用了一辈子

主题丨能力圈、阅读与长期学习

原发布日期丨2026.04.16　　作者丨年报其语

“你拥有什么股票，你为什么拥有它？”

如果你对这个主题还不够感兴趣，或还没有参与其中，投资可能不太适合你。这是芒格在 2007 年股东大会上，借伯克希尔董事桑迪·戈特斯曼（Sandy Gottesman）的问题做的答复。

巴菲特随后总结：

“你知道，你拥有一家企业的整个想法，对投资过程至关重要。”

拥有股权，即拥有公司。

.....

伯克希尔 2007 年股东大会问答环节，**股东提问：**

“早上好。我是来自旧金山的 Thomas Gamay。我今年 17 岁，这是我连续参加的第十届年会。（掌声）

巴菲特先生和芒格先生，我很好奇你们认为成为一个更好的投资者的最佳途径是什么。我应该去读 MBA 吗？获得更多的工作经验？读更多的查理·芒格历书，或者仅仅是因为它是遗传的，不在我的掌控之中？”

回答 1：（巴菲特）

巴菲特：“嗯，我认为你应该读你能读的所有东西。

我可以以我自己的例子告诉你，我想在我——嗯，我知道在我十岁的时候——我读完了奥马哈公共图书馆里每一本与投资有关的书，其中很多我都读了两遍。**所以我认为没有什么比阅读更好的了，而不仅仅局限于投资。**但你只需要用各种相互竞争的想法填满你的头脑，并随着时间的推移把它们整理出真正有意义的东西。

一旦你做了很多这样的事情，我认为你必须付诸实践。因为投资在纸上和实际做——你知道，用真钱投资——这就像读一本言情小说和真正去谈恋爱的区别。**没有什么比真正拥有一点投资经验更重要的了**。你很快就会发现你是否喜欢它。如果你喜欢它，如果它让你兴奋，你知道，你可能会做得很好。

在阅读方面，越早开始越好。但是，你知道，**我在 19 岁时读了一本书《聪明的投资者》，这本书形成了我从那时起思考投资的框架**。我的意思是，我今天在 76 岁的时候所做的事情，是通过我 19 岁时读的一本书中得到的相同的思维模式来运行事情。我也读了所有其他的书，但如果你——**你必须读很多书，才能知道哪些书真正打动了你，哪些思想随着时间的推移打动了你**。所以我会说，**阅读，然后以一种不会给你带来经济损失的小规模方式，自己做一些实践**。查理？”

PS：

大量阅读！

从研究生起，我一直在这么做，直到现在。所以我不光同意这个说法，也是实践的受益者。

巴菲特十岁读完奥马哈公共图书馆里每一本与投资有关的书。十岁.....我们才刚刚上小学 4、5 年级，而他已经读完投资的书了，有些还读了两遍，差距怕不是有一点点大。

马斯克也是一样，9 岁读完整套《大英百科全书》，每天花 10 小时阅读；10 岁多，读完了学校和社区图书馆的所有藏书。

这两位在各自的领域，都是从小大量阅读，并做出伟大事业的代表。

如果让我说大量阅读的意义在哪，我会总结两点：

- **自学**
- **实践**

通过阅读，你可以学到任何领域的任何知识，自学是一切的开始。

通过上手，你可以将看到、学到的所有东西实践，直到你明白为什么。

我本身也不是财会专业的，但我在读研时，花了一年多的时间，把学校图书馆里所有的财务、审计相关的书全部读完，同时考了 CPA 和 ACCA。所以我能非常明确地体会到，阅读和实践，并非什么新鲜事，就是两个常识。但却是两个最有用的常识，而且可以用到任何地方。

学习投资？

读完投资领域所有的书，选能理解、适合自己的方法，然后自己买卖股票，边买卖边总结。

学习 AI？

AI 相关的全部内容看一遍，然后 cc 用起来跑自己的项目，边用边学习。

一句话：**做中学，Learn by doing。**

多几个月，自然就能入门，然后开始更深的研究。

自学和实践，是我认为学习中的两个真理。

投资方面的学习，巴菲特已经总结好了：

“阅读，然后以一种不会给你带来经济损失的小规模方式，自己做一些实践。”

回答 2：（巴菲特）

巴菲特：“你知道，**你拥有一家企业的整个想法对投资过程至关重要**。

如果你要买一个农场，你会说，我买这个 160 英亩的农场是因为我预计这个农场每英亩将生产 120 蒲式耳的玉米或每英亩 45 蒲式耳的大豆，我可以买——你知道，你要经历整个过程。这将是一个定量的决定，它将基于非常坚实的东西。它不会基于，你知道，你那天在电视上看到的。它不会基于，你知道，你的邻居对你说的话或任何类似的东西。

股票也是一样。我过去总是建议我的学生，让他们拿着一个黄色便签记录——如果他们以 30 美元的价格买入 100 股通用汽车公司的股票，他们无需理会通用汽车公司的总市值——我会让他们问自己，

“我将以 180 亿美元的价格收购通用汽车公司，原因如下。”如果他们不能在这个问题上写出一篇好文章，他们就没有理由以每股 30 美元的价格购买 100 股或 10 股或 1 股，因为他们没有对这些股票进行商业上的思考。”

PS：

买股票就是买公司。

我现在都不知道该怎么解释这个问题了，对我来说：

“理解公司，就是理解公司经营的全部。”

就这么多。

若一家公司的经营你怎么都看不懂，可能它就不在你的理解范围内，最好的办法就是换一家，等过段时间再回过头来重新看。

. . . . . .

今天就这些了。

巴菲特：某些情况下，可以不需要太多安全边际

主题 | 内在价值、估值与安全边际

原发布日期 | 2026.04.20　　作者 | 年报其语

“安全边际的概念，归结为获得比你付出的更多的价值，这种价值可以以许多不同的形式存在。如果你以四比一的价格买了一件东西，那也是一种价值主张，这是高中的数学。而那些不知道如何使用高中数学的人，应该从事一些其他的工作。”——查理·芒格

. . . . . .

伯克希尔 2007 年股东大会问答环节，**股东提问：**

“巴菲特先生和芒格先生，我是来自澳大利亚墨尔本的马克·拉比诺夫。我只是想问你，**在投资各种普通股的时候，你如何判断正确的使用安全边际**？

例如，在一个占主导地位的、长期稳定的业务中，你会要求 10%的安全边际吗？如果是这样，你会如何在一个较弱的业务中提高这一点？谢谢。”

回答 1：（巴菲特）

巴菲特：“我们青睐那些我们真正认为自己知道答案的企业。

因此，如果一项业务发展到一定程度，我们认为它所在的行业、竞争地位或任何东西都非常危险，以至于我们无法真正得出一个数字，我们不会试图通过拥有一些额外的大安全边际来弥补这类事情。

我们真的想尝试去做一些我们更了解的事情。因此，**如果我们购买像喜诗糖果这样的企业或可口可乐这样的股票，我们不认为我们需要巨大的安全边际，因为我们认为我们的假设不会有任何实质性的错误**。

我们真正想要做的是收购一家伟大的企业，这意味着该企业将在很长一段时间内利用资本获得高回报，而且我们认为管理层会正确对待我们。

当我们找到这些因素时，我们不必把它们记下来。**当他们以每美元 40 美分的价格出售时（假设每股价值 1 美元），我们很乐意找到它们，但我们可能会以接近每美元 1 美元的价格购买它们**。虽然我们不喜欢一美元换一美元，但我们愿意付差不多的价钱。

PS：

使用安全边际的前提，除懂一家公司外，你还需要大致算出，这家公司未来很多年的模糊现金流，否则你也没办法一眼定胖瘦。

这更像一个流程：

- 理解公司
- 未来现金流
- 模糊的内在价值
- 锚定安全边际范围

若这个现金流的大概数字你都没有，自然估值范围就没有，安全边际也就失去了意义。

若你看的公司你非常懂，意味着现金流和估值的范围你更加确定，安全边际的范围就不再那么严苛。

所以不管是 40 美分买 1 美元的公司，还是 80 美分买 1 美元的公司，我们寻找的是：

- 能大致看懂的公司
- 公司长期资本回报高
- 管理层没有任何问题

当然，最好还是价格便宜一点。

回答 2：（巴菲特）

巴菲特：**“你知道，当我们看到一个伟大的企业时，就像如果你看到一些人走进门，你不知道他们的体重是 300 磅还是 325 磅。但你还是知道他们很胖，对吧？**

因此，如果我们看到一些我们一看就知道它很胖，那么在财务上，我们就不担心财务数字是否精确。在那个特定的例子中，如果我们能以相当于 270 磅的价格购入，那我们会感觉很好。

但如果我们发现了竞争方面的问题——那就是你无法预见未来 5 年、10 年或 20 年的商业本质，因为投资就是要预见未来。你不会为已经发生的事情得到回报，你只能为未来将要发生的事情获得回报。过去只有在让你洞察未来的时候才会对你有用，有时候过去并不能让你洞察未来。

在其他情况下，比如你假设的稳定业务，它可能可以给你一个很好的指引，告诉你未来会发生什么，那么你不需要一个很大的安全边际。

你应该总是觉得你得到的比它的价值要多一点，有一些时候，我们能够以它们价值的四分之一买下很好的企业，但我们不会经常看到这些——好吧，我们最近在韩国看到了——但你不会经常看到这种事情。

这是否意味着你应该坐在那里，你知道，等待 10 年或 15 年什么都不做？我们不是这样做的。如果我们能以合理的估值收购好的企业，我们会继续这么做。查理？”

PS：

这个例子还是很形象，碰到一个伟大企业（300-325 磅），在一眼能看胖瘦的情况下，以 270 磅的价格购入。

300-325 磅指未来的大概现金流，270 磅指买价。

此时，数字上的安全边际，仅仅只有 83%-90%，但这影响很大吗？

只要你能确定现金流（300 磅以上的重量），那么价格本身（270 磅）问题就不大，但前提是你要有识别现金流的能力，这就需要依赖你很懂企业。

若你对现金流的确定性没有那么高（可能只有 250 磅），那么更低的价格（125 磅），意味着你最好在数字上把安全边际（50%）拉得越宽越好，才有可能抵御未知的风险。

归根结底，当你没办法看懂未来 10-20 年的商业本质时，说明你对公司的真实竞争状况并不了解，又如何估算未来的现金流呢？

.....

今天就这些了。

巴菲特：复利，是如何体现在伯克希尔上的？

主题丨资本配置与股东回报

原发布日期丨2026.04.21　　作者丨年报其语

“考虑到伯克希尔开始的时候很小，而现在资产负债表是很庞大的。那么，**究竟是什么原因导致这种极端记录持续了这么长时间呢？**

我想说的是，**这个 10 岁时就开始阅读所有他能读到的东西的年轻人，变成了一台学习机器**。他很早就获得了很大的力量，然后当他不断学习时，他就能跑很长时间。”——查理·芒格

. . . . . .

伯克希尔 2007 年股东大会问答环节，**股东提问：**

“我是来自康涅狄格州的菲尔·麦考尔。我想知道你能否就一个我认为你不太喜欢谈论的话题发表评论，那就是**内在价值，以及过去 10 到 12 年的企业发展——断断续续——但是给我们谈谈投资的情况，然后给我们谈谈经营的情况，这对我们来说是个很好的指导**。

我觉得这非常有帮助。我不确定其他人在展望你所说的 20 年时，是否会同时展望这两个部分。如果您有任何意见，我一定会非常感谢。？”

回答 1：（巴菲特）

巴菲特：“是的。好吧，伯克希尔的内在价值，就像任何其他企业一样，是基于企业从现在到审判日之间可以预期交付的未来现金数量，并以适当的利率折现。现在，这是相当模糊的。另一种看待问题的方式是尝试计算出我们目前拥有的业务的价值，我们尝试为您提供相关信息，使您能够对此做出合理的估算。

我们拥有大量的有价证券。可以肯定地说，它们的价值或多或少与它们被记录的账面价值相当。然后我们拥有许多运营企业，我们试图给出这些企业的数据，这些数据是我们用来对这些企业的价值做出自己的判断。

现在，这些数据就能够告诉你我们今天拥有什么，以及它或多或少的价值。但由于伯克希尔保留了所有的盈利，评估未来将如何处理这些盈利就变得非常重要。我的意思是，这不仅仅是现在的企业值多少钱的问题。它是对留存收益使用的效率或有效性的判断。”

PS：

巴菲特再次提到内在价值的计算，即便是伯克希尔，计算方式也是一样：

- 未来现金流的总数
- 适当的折现率
- 汇总的现值

由于未来现金流并不是一个准确的数字，所以内在价值只是一个模糊的数字。在你对企业理解极其深刻的前提下，未来现金流的数字也许不精准，但在方向和大致范围上，是相对容易评估的，这就是那句耳熟能详的总结：

“宁要模糊的准确，不要精确的错误。”

我还没有开始详细拆解伯克希尔的年报，因为读股东大会文字实录很耗时间。从 1994 年股东大会文字实录开始，第一篇逐问解读是在去年国庆之后开始的，至今正好刚过半年。现在读到 2007 年，共 14 个年份，距离 2024 年的股东大会实录，还有 17 份，也就是还需半年时间。

之后便开始伯克希尔 10-k 文件的阅读，巴菲特在股东大会上，已经把如何看伯克希尔年报的方式，尽数给出，照着看就行。

伯克希尔的价值，源于巴菲特和芒格购买的有价证券，即收购或持有的全部公司股权。所以伯克希尔的价值，源于这些企业创造的已有和未来的全部现金流。

巴菲特在之前的股东大会解释过，伯克希尔的判断有两个出发点：

- 伯克希尔保留的全部盈利（或留存收益）
- 巴菲特和芒格的资本配置能力

所谓盈余留存，是指持有公司的分红，全部用于再投资，这其实是一个很有意思的循环。

1. 伯克希尔收购或持有股权
2. 从被持有公司每年收到现金（通常是分红）
3. 巴菲特和芒格对这些现金进行资本在分配（继续买好生意）

这是一个建立在生意之上的生意。

因为一家公司的生意结果，每年会以自由现金流的方式体现，再以分红、回购和留存三种方式消耗。分红是股东每年到手的现金，回购会天然增加内在价值，留存则是把钱留在公司。

伯克希尔，将被持有公司分回的现金，全部留存。巴菲特和芒格则静静等待、伺机而买，所以巴菲特提到的这两点容易理解：

- 评估未来将如何处理这些盈利
- 对留存收益使用的效率或有效性的判断

若对这两个问题的答案是：**有效使用、获得超额收益**。那么，伯克希尔的内在价值就会持续增长，只是速度的快慢无法预知。

这个答案，巴菲特接下来继续做了解释。

回答 2：（巴菲特）

巴菲特：“如果你看看 **1965 年伯克希尔的内在价值**，你会发现我们的纺织业务**每股价值可能只有 12 美元**。但这并不是整个等式的唯一部分，**因为我们打算利用产生的任何现金，尝试收购比我们拥有的更好的业务**，我们很幸运能够在 1967 年收购保险业务，并在此基础上继续发展。

因此，**不仅是我们拥有的业务组合，还有留存收益的使用技巧，决定了伯克希尔那么久以来的实际现值**。今天的情况也是如此。我们将在今年、明年和后年投入数十亿、数十亿美元。**如果我们有效地运**

用这一点，那么每一美元的现值都大于一美元的现金价值或分配价值。如果我们做得不够有效，它的价值就会降低。

今天的伯克希尔，你知道，不管年度报告中的数字是多少，**我们大约持有每股 8 万美元的有价证券**。如果我们的保险业务收支平衡，那 8 万美元就使用而言是免费的。**我们有一组运营企业，我们在报告中显示他们的收益，我们将尝试增加这些数字，他们也将尝试增加他们的收益**。

但如果查理和我现在各自在一张纸上写下我们认为伯克希尔的内在价值是什么，我们的数字就不会一样了。但它们会很接近的。我想到的就这些，我会把问题交给查理。”

PS：

1965 年，伯克希尔的内在价值是 12 美元/股。

2007 年，伯克希尔持有的有价证券是 80,000 美元/股。

伯克希尔是怎么做的？

- 用产生的任何现金，持有更好的生意
- 被持有生意产生的更多现金，更加有效地利用起来

这种留存收益的使用技巧是否正确，能否带来更多的价值？检验方法极其简单：

- 做对了，价值增加
- 做错了，价值降低

如果连续几十年都在持续增加，想说它是错的，怕是很难了。更何况被持有生意的业绩，每年都是公开出来的，增减一眼可见。

回答 3：（芒格）

芒格：“是的。在伯克希尔，很难判断的是，未来你可能会有类似过去的东西值得期待。就投资结果而言，伯克希尔已经变得非常极端。事实上，它变得如此极端，以至于很难想象在世界历史上还有另一个类似的先例。

考虑到这个地方开始的时候很小，而现在资产负债表是很庞大的。那么，究竟是什么原因导致这种极端记录持续了这么长时间呢？

我想说的是，**这个 10 岁时就开始阅读所有他能读到的东西的年轻人变成了一台学习机器，他很早就获得了很大的力量，然后当他不断学习时，他就能跑很长时间**。如果沃伦没有一直在学习，我告诉你，在仔细观察了这个过程后，我肯定留下的记录只会是一个苍老的背影。但沃伦在过了大部分人的退休年龄后，他的情况甚至还有所改善。

换句话说，在这个领域，至少当你老了的时候，你仍可以得到进步。”

PS：

一个从 10 岁开始学习，一直干到 95 岁的老人，用 85 年的时间，展示了这个过程。

看完并写完 14 份股东大会实录的解读后，我只总结出三点：

- 未来现金流的折现
- 如何判断现金流
- 安全边际

. . . . . .

今天就这些了。

巴菲特：这就是内在价值和生意的全部

主题 | 内在价值、估值与安全边际

原发布日期 | 2026.04.22　　作者 | 年报其语

“我认为你不可能很快成为一个伟大的投资者，就像你不可能很快成为一个伟大的骨肿瘤病理学家一样。这需要一些经验，这就是为什么很早开始是有帮助的。”——查理·芒格

当你试图确定内在价值和安全边际之类的东西时，没有一种简单的方法可以机械地应用。从定义上来说，这是一个你用多种技术和多种模型来玩的游戏，大量的经验是非常有用的。

.....

伯克希尔 2007 年股东大会问答环节，**股东提问：**

“你好。Burkhardt Whittick 来自德国慕尼黑。**我希望在如何做出投资决策，特别是如何确定内在价值方面，你能给我们更多的透明度。你提到理论上正确的方法是折现现金流**，但同时你也指出了该方法的固有的困难。

从其他书中，我看到你在营业利润上使用倍数，或者（听不清）倍数。你的（前）儿媳玛丽（Mary）在她的一本书中描述了另一种将复利经济学应用于股权价值的方法。你能否给我们更多的透明度，你在投资中所使用的量化方法？你们试图量化你们感兴趣的投资结果的时间是多少年?”

回答 1：（巴菲特）

巴菲特：“这么说吧，我们都决定要买一个，或者说考虑买一个农场。

我们从这里向北走了 30 英里，我们发现那里的农场每英亩可以生产 120 蒲式耳的玉米，每英亩可以生产 45 蒲式耳的大豆，我们知道化肥的成本，我们知道财产税的成本，我们也知道我们需要向农民支付多少钱才能真正完成相关的工作，然后我们会得到一些我们可以用相当保守的假设得出的每英亩的数字。

让我们假设，当你通过这些计算，结果是你可以为业主每英亩赚 70 美元而无需更多的工作。那么问题来了，为这 70 美元你花了多少钱？你是否认为，随着时间的推移，农业会变得更好一些，因此你的产量会更高一点吗？你认为价格会随着时间的推移而上涨吗？他们并没有做很多这样的事情，尽管最近玉米和大豆的情况很好。但多年来，农产品价格并没有太大的变化。所以你的假设要很保守。

你可能会觉得为了每英亩赚 70 美元，你知道，如果你决定你想要 7%的回报，那么你会支付每英亩 1000 美元。你知道，如果此时农田卖 900 美元，那你会有一个买入信号。如果它的售价是 1200 美元，你就会去看别的东西。

这就是我们在商业中所做的。

我们正在试图弄清楚，我们正在研究的那些企业农场将生产什么。要做到这一点，我们必须了解他们的竞争地位，我们必须了解业务的动态，我们必须能够展望未来。就像我之前说的，有些业务你不能看得很远。”

PS：

再次回答内在价值，巴菲特的答案依旧没有变。以上这个例子，总结起来就这么几个点，说尽了看生意的全部：

- 拥有股权，就是拥有生意的一部分
- 看懂生意，而不是紧盯股价
- 估计产量、成本、产出
- 估计最终的利润
- 考虑农业在未来的变化
- 产量会提高吗？价格会上涨吗？
- 为了利润，你愿意花多少钱买下生意？

为了搞懂上面的内容，你必须研究农场在生产什么，了解真实的竞争状况，了解业务的动态，还要能展望未来。

总结起来就两件事：

- **生意**
- **估值**

剩下的，就是重复、重复、再重复，看足够多的企业，你总会发现属于你的投资机会。

回答 2：（巴菲特）

巴菲特：“**这一切都是关于未来的评估——未来分配现金的能力——在没有分配现金的情况下，以高回报率进行再投资的能力**。

伯克希尔从来没有分配过任何现金，但它的现金生产能力不断增长，我们保留了它，因为我们认为，通过保留现金，我们可以创造超过一美元的现值。

伯克希尔的价值，在于其分配现金的能力。

我们试图逐年增加分配现金的能力，然后我们试图保持它，用一种方式投资，让一美元的钞票比一美元更值钱。

你可能对很少几个企业有洞察力。我的意思是，如果我们离开这里，走过一个麦当劳的摊位，你知道，你会决定，你会为那个麦当劳的摊位支付 100 万美元，还是 300 万美元，或者 90 万美元，你会想到有多大可能会有更多的竞争，麦当劳是否会改变你的特许经营安排，人们是否会继续吃汉堡，你知道，以及各种各样的事情。

你可能会对自己说，麦当劳的这个摊位可能会在几年内赚到 X——X+5%，因为随着时间的推移，价格会略有上涨。

这就是投资的全部。

你必须知道你在做什么，你必须知道你什么时候超越了我所说的你的能力圈。（关于投资）你没有更好的办法了。查理？”

PS：

伯克希尔的价值，在于分配现金的能力。说到底，是巴菲特和芒格使用现金的能力。

投资，是买未来，是对未来的评估。

评估的标准也异常简单：投出去的现金，能够获得高回报，以及这种能力是否会在未来越来越强。

归根结底，你如何让你手中的 1 块钱，在未来变成远超 1 块钱。

这个过程如何实现？

巴菲特的第一个回答，就是答案：

“拥有股权，就是拥有生意的一部分。”

回答 3：（芒格）

芒格：“是的。另一件事，你必须认识到，**我们从来没有任何（单一的）系统能够对所有企业的价值做出正确的判断**。

我们几乎把所有的决定都扔进了太难的一堆，**我们只是筛选出一些我们可以做出的容易的决定，这是一个比较的过程**。

如果你正在寻找一种在任何时候都能正确评估所有投资的能力，我们帮不了你。”

PS：

对这一点，我的实际体会是，看足够多的公司，一直看下去；看不懂的，就跳过去看下一家。

你总会在某个时刻，找到属于你的投资机会。

.....

今天就这些了。

巴菲特：如何通过财务报表，判断管理层好坏

主题丨管理层、企业文化与治理丨财务质量、现金流与资本回报

原发布日期丨2026.04.25　　作者丨年报其语

评估管理层的诚信并不难，通过对标行业竞争对手，看年报中那些被刻意掩盖的经营数据，你能从管理层的表述中，识别谁在诚实面对问题，谁又在用公关辞令混淆经营危机。

. . . . . .

伯克希尔 2007 年股东大会问答环节，**股东提问：**

“嗨。我叫 Stuart Kaye，来自纽约。沃伦和查理，你们花了很多时间来评估你们可能投资的公司的管理质量和诚信度。在我目前的工作中，我没有机会这样做。**当我通读年度报告和财务报表时，您建议我关注哪些方面，以帮助我确定管理的质量和完整性？**”

回答 1：（巴菲特）

巴菲特：“嗯，我们已经花了很多很多年，我们买了很多东西。我的意思是，我根本没有见过管理人员，也没有受到他们的邀请。我们可能在第一季度买入的 50 亿股股票中，大部分都是我从未见过管理层、从未与他们交谈过的公司。

我们读了很多书，我们阅读年度报告，我们读到了竞争对手的资料，我们读到了他们所在的行业的资料。

在评估管理层方面，显然如果我们要收购整个企业，那就是另一个问题了。然后我们会买下它，与他们合作，他们会经营它们，我们非常关心一旦我们拥有了这家企业，他们未来的行为是否会像过去一样，我们在这方面的运气很好。**但在有价证券方面，我们只是阅读财务报告**。”

PS：

读年报有没有用？

我们不说有用或没用，而是从一份公司年报中，我们能够获得的重要信息包括：

- 经营数据、财报和附注
- 公司当年发生的重大事件
- 管理层的应对方式和未来措施
- 公司面临的最大风险和可能的处理方式

以上每一个重要信息，都是管理层通过年报表达的内容。另外，业绩会议和 presentation，也会给出更多的信息源。假如今年公司发生了很多大事件，结果管理层不管是在年报，或是电话会议和 presentation 中，都含糊其辞或避而不谈，我们是能够感受到的。

这种情况连续发生两三年，你自然会对管理层有个粗略的判断。不直面问题的管理层，大概率是很难让人信服的。

就某个行业而言，参与其中的所有竞争对手，也会披露年报等信息。如果你能读完所有竞争对手的信息，你自然会明白，这个行业的关键经营数据是哪些，谁披露的信息更详尽，谁在说谎，谁在认真做事。

在这一点上，我确定可以获得一个粗略判断。

巴菲特接下来举了个例子，你会发现这和我们读年报、感知管理层，一样的方式。

回答 2：（巴菲特）

巴菲特：“现在，查理和我正在谈论一件事，那天我们读了一家大型石油公司的年度报告。

而公司，你知道，年报有几百页，有大量的公关人员，还有大量的图片，在这上面花了很多钱。你在报告中找不到他们去年每千立方英尺或每桶石油的开采成本，这是石油和天然气公司多年来最重要的数字，每一年都很重要。事实上，它甚至不会被讨论，没被讨论的原因绝对是可怕的，但这件事根本就没被讨论过。

在某种程度上它被提及了，它是以一种不诚实的方式发生的。**当我们从管理层那里得到不诚实的信息时，这对我们来说就很重要了**。你知道，就像我说的，在有价证券中，我们可以通过出售股票来解决这个问题，这与购买整个企业不是一回事。

我认为你可以通过阅读年度信函学到很多东西。我的意思是，一方面，如果它显然是一些投资者关系部门或外部顾问或类似的东西的产品，你知道，这会告诉你一些关于管理层个人的东西。**如果他不愿意每年花几页纸和那些给他钱投资的人谈一次，我的意思是，我认为这样的人有一些问题**。

所以我喜欢那种直接从一个视我为合伙人的人那里听到消息的感觉。你可能不能完全得到企业经营的所有消息，但如果我一点儿信息也得不到，那我不喜欢它。

不过，我们仍然买入了一些有价证券——我们买入了一些非常好的企业，而我们认为它们是由我们不太喜欢的人经营的，因为我们觉得他们不可能把它们搞砸。查理？”

PS：

读某大型石油公司的年报，巴菲特的做法很简单：

先找关键经营数据。

比如，去年每千立方英尺或每桶石油的开采成本。如果一家公开上市的公司，连最基本的关键经营数据都不披露，这份年报的意义在哪？财报数字的源头和正确性又从何谈起？更何况，这件事根本就没有被讨论过。

如果是你，你会相信这样一家公司的管理层吗？

所以读年报，特别是连续读一家公司 10 年以上的历史年报，你可以感知到公司的历史发展状况，以及管理层是如何每年阐述关键信息的。

2007 年的股东大会，信息量比前几年要多很多，其中巴菲特谈到了一个决策的关键点，即获得**【可知且重要的事实】**。

这些关键信息，是可以从年报中拿到的。

. . . . . .

今天就这些了。

巴菲特：估值其实是道选择题

主题 | 内在价值、估值与安全边际

原发布日期 | 2026.04.27　　作者 | 年报其语

投资其实就是一道比谁更划算的选择题，核心只有四个字：

机会成本。

. . . . . .

伯克希尔 2007 年股东大会问答环节，**股东提问：**

“巴菲特先生，芒格先生，我想继续问来自澳大利亚和慕尼黑的先生关于估值的问题。这位来自澳大利亚的先生问到安全边际，而您回答说，卓越的业务可能不需要那么大的安全边际。

我的后续问题是，这是否表明，未来优质企业的市场回报率会更高？然后在来自慕尼黑现实的问题中，**你引用了一个关于贴现现金流的农场例子，我很好奇你是如何得出你的贴现率的，以及你如何根据不同的业务调整贴现率**。你可能想讨论一下可口可乐、强生或你过去投资的折现率？”

回答 1：（巴菲特）

巴菲特：“是的，**我们没有正式的折现率**。我的意思是，每次我开始谈论这些东西的时候，查理都会提醒我，我从来没有准备过电子表格。但是，实际上，在我心里，我很清楚。

我们显然希望获得比政府债券高得多的回报，就现金产出相对于我们现在为企业付出的金额而言。我的意思是，你知道，这必须成为一个基础的准绳。除此之外，我们还想要多高的回报。

如果政府债券利率是 2%，我们不会去买一家在未来几年预期收益为 3%或 3.5%的企业。我们只是不想以这种方式投入资金，我们宁愿坐着等一会儿。

如果他们是 4.75%，你知道，随着时间的推移，我们希望得到什么？我们仍然想得到更多。

但我不会告诉你，我们每天早上坐下来，我打电话给在洛杉矶的查理说，“我们今天的最低预期收益率是多少？”我的意思是，我们从来没有用过这个词。

我们想要足够的回报率，这样我们就会感到很舒服，如果他们在股票市场上关闭了几年，或者如果利率再上升 100 个基点或 200 个基点，我们仍然对我们买的东西感到满意。

我知道这听起来有点模糊，但确实是模糊的。查理？”

PS：

折现率的选择已经很明确：无风险利率兜底，10%是一个潜在上限。原则和基准，也只有一条：

获得比政府债券高得多的回报。

剩下的就是，回报率越高越好，巴菲特给的两个例子说的很清楚。

第一个例子

如果政府债券回报仅 2%，属于极低的时期。和我们现在所处的低利率时代，几乎是一致的。

低利率意味着什么？市场整体估值偏高。

所以你去买一家未来几年预期收益仅 3%+的企业，明显是不划算的。要知道几年前，银行保守理财的收益率，都能轻松达到 3.8%。这种情况下，还不如等。

巴菲特从格雷厄姆传承的投资理念，两个最基本的原则是：

- 安全边际
- 一定要买得便宜

第二个例子

如果政府债券回报是 4.75%，是不是就该出手了？不是，巴菲特想要更多，想要得到更高的回报率。

从这一点上，他和芒格最基本的底线，就是无风险利率，放在现在大约就是在 5%左右。之前解释过，使用无风险利率折现，是为了方便所有公司的现金流，在折现时都公平对待。

若你想获得更高的回报，最好的办法就是等到有 10%以上的机会再出手，因为 S&P 500 的历史回报率就是 10%左右，你不希望跑输大盘。

要想保证得到 10%+的未来预期回报率，你就必须买得便宜，因为纯粹指望企业未来一定会有持续的高增长，是绝对不现实的。

理解了这两个例子，估值的问题就解决了一半，剩下的一半是对未来现金流的理解和预期。

回答 2：（芒格）

芒格：“**最低预期回报率的概念完全说得通，然而谈论最低预期回报率的人却犯了很多可怕的错误**。

仅仅因为你可以测量和猜测某个东西（指标），并不意味着它就是你在这个混乱的世界中所处理的事情的控制变量。**我不认为有什么单一的指标可以代替对大量的投资选择的思考**，或者思考为什么一个比另一个更好以及每一个的可能回报是什么，等等等等。

而最低预期回报率概念的问题，不是说我们没有最低预期回报率，在某种意义上，它不如一个比较系统那样有效。换句话说，**如果我有一些东西，我认为肯定会给我 8%的回报并且我可以买够所有我想要的，那么即使你有一个非常好的投资，而我认为它会赚 7%，那我不就不需要浪费 5 分钟与你讨论这个投资机会。**

机会成本的概念，在投资中很少被教授。他们在所有主要大学的大一新生经济学课程中教授它，但当你进入公司财务部门等部门时，机会成本的概念并不适合他们想要使用的那种数学知识，所以他们忽略了这个概念。但在现实世界中，你的机会成本就是你想要做出决定的依据。

巴菲特：“是的，即使你有一些你非常熟悉的东西，并且非常确定能够获得 8%的回报，那么实际上，如果有人告诉你有一个 8.5%回报率的投资机会，那也不会吸引你。”

PS：

“我不认为有什么单一的指标，可以代替对大量的投资选择的思考。”

我的理解是，折现率是一半，现金流是另一半。

现金流的理解，建立在对公司的理解之上。对普通投资者而言，你必须通过看大量的公司进行训练，这和专业运动员为了拿成绩做的大量专项训练，是一个道理。

唯一的不同是，在投资领域中，当你对某个公司有了确定性的判断后，你不会为了提高一点点回报率而冒险。

最低预期回报率概念，解决的是底线问题。

确定性概念，有且只依赖你对公司的深度理解。

当你确定某家标的公司，未来长期会为你带来 8%的收益率，相比那些回报率 9%、10%的公司，你是没办法击球的，因为你不一定能够理解，仅此而已。

……

今天就这些了。

2008

巴菲特：投资中最重要的两个点

主题丨市场波动、风险与投资心理

原发布日期丨2026.04.29　　作者丨年报其语

“报价与此无关，这正是我们看待股票的方式。我们把它们视为企业，我们对这些企业的未来做出判断。如果我们在这些判断上是正确的，股票将会自己照顾自己。”——沃伦·巴菲特

……

伯克希尔 2008 年股东大会问答环节，**股东提问：**

“巴菲特先生和芒格先生早上好。我叫 Rajesh Furor，来自印度孟买。我从你的信中学到了很多，这是我从其他任何地方都没有学到的对投资哲学的深刻见解。那是在思想方面，但在内心方面，最让我感动的是，你们这些年来所取得的成就是通过百分之百的诚实，我对此表示敬意。**我的问题是，您建议采取哪些关键步骤来纠正像我这样的典型投资者的心态？**”

回答 1：（巴菲特）

巴菲特：“好吧，我会告诉你是什么改变了我自己的投资生活。

我 11 岁开始投资，我相信阅读眼前的一切。我第一次读到这本书的时候大概是六七岁。但在大约八年的时间里，我一直在做技术分析，做各种各样的事情，然后我读了一本书，叫做《聪明的投资者》，我在内布拉斯加大学 19 岁的时候读了这本书。

我要说的是，如果你吸取《聪明的投资者》的教训，你不应该像旅鼠一样行事，你可能会比旅鼠做得更好。**我写了一篇推荐文，特别推荐第 8 章和第 20 章。我们有《聪明的投资者》这本书，我认为这本书和我在 1950 年读过的书一样棒。**如果你遵循本格雷厄姆在那本书里教的教训，你永远不会得到一个坏的结果。

读一读《聪明的投资者》，这本书给了我一种哲学，这种哲学花了我很多年的时间。**这里有三个重要的教训与你对股票的态度有关，那就是你认为股票是企业的一部分**。但我认为，在座的各位已经学到了重要的第一课。我认为大多数拥有伯克希尔的人并不认为他们自己拥有的东西是一个小的股票符号，或认为伯克希尔是一个会提供有利或不利的收益惊喜的东西，但他们宁愿认为自己拥有的是一组在另一个房间里(做展示)的那些企业，这就是看待股票的方式。”

PS：

这两章对应的内容很简单：

- **市场先生**
- **安全边际**

也是巴菲特从格雷厄姆那学到的最重要的投资理念。

理解这两个理念也很简单，我们可以用 AI。A 社的 Amanda Askell 给了一个有趣的提示词，让 AI 用讲寓言故事的方式来解释概念，以下是解读过程。

第一则寓言：喜怒无常的邻居

你和一位名叫老马的人，合伙买了一块地，每人占一半股份。老马这人性格极度古怪，他每天早上都会准时出现在你家门口，报出一个价格，说他愿意按这个价格，把他的股份卖给你，或者买走你手里的股份。

老马的情绪起伏巨大。当他心情大好、看到阳光明媚时，他会报出一个高得离谱的价格，觉得未来一片大好；而当他情绪低落、看到一点乌云时，他又会报出一个低得惊人的价格，恨不得马上把手里的股份扔掉，觉得世界末日要来了。

你其实非常清楚这块地的真实价值，它每年的产出很稳定。你并不需要每天都理会老马，除非他报出的价格实在太荒唐，低到你可以白捡便宜，或者高到你可以大赚一笔。

这个核心概念就是，**市场先生（Mr. Market）**。

你只需要明白，市场是为你服务的，而不是指导你的。市场的波动不是风险，而是机会。你不需要预测市场的走向，你只需要在市场先生发疯（过度悲观）时买入，在市场先生亢奋（过度乐观）时卖出。

第二则寓言：超载的桥

一位工程师受命建造一座跨江大桥。经过精密计算，他发现这座桥如果每天承载 10 吨的卡车，是绝对安全的。但他并没有按照 10 吨的承载标准去施工。

相反，他要求工人们按照能够承载 30 吨的标准来打地基、选钢材。路人笑他浪费材料，但他解释说：“我不知道未来的天气会多恶劣，也不知道司机会不会偷偷超载，更不知道建筑材料里会不会有一两根钢筋存在肉眼看不见的瑕疵。我多出来的这 20 吨承载力，不是为了浪费，而是为了应对那些‘万一’。”

后来，一场百年一遇的飓风来袭，其他的桥都塌了，只有他的桥屹立不倒。

这个核心概念就是，**安全边际（Margin of Safety）**。

你只需要明白，这是投资中最重要的四个字。它要求你以远低于内在价值的价格买入。为什么要留出这个价差？为了抵御你的判断失误、为了对冲管理层可能说的谎、为了防范那些无法预测的黑天鹅。只有买得足够便宜，你才拥有了容错率。

看似很简单，但在执行过程中，你还需要一个原则铺底：

买股票，就是买公司。

接着往下看。

回答 2：（巴菲特）

巴菲特：“查理和我根本不知道下周、下个月或明年的股市走向。我们从不谈论它。你知道，它从来没有在我们的对话中出现过。我们的董事们会告诉你，他们从来没有参加过以股市走向为主题的董事会议，我们不做这种生意。我们不知道该怎么做这行。显然，如果我们能在很大程度上成功猜测股票

市场的走向，我们就只能在标普期货市场上做买卖了，没有任何理由去看企业和股票，所以这不是我们的游戏。我们不认为——当我们看股票市场的时候，我们看到的是成千上万的公司定价。

我们忽略了我们所看到的99.9%公司，尽管我们仔细看了又看。然后我们不时地看到一些东西，作为一个企业来说，看起来它的价格对我们来说很有吸引力。忘了"股票"这个词吧。**因此，当我们买入一只股票时，如果他们告诉我们市场将关闭几年，我们仍然会对这只股票感到满意。我们着眼于业务本身。**

这就像你要在奥马哈以外几英里的地方买一个农场一样。你不会每天都得到它的价格，你不会问，今年的收益率是略高于预期还是略有下降。你会看到随着时间的推移，农场会生产出什么。你会看到预期收益率。你会看到预期价格、税收、化肥成本，你会根据农场产出相对于你的购买价格来评估你购买的情报。

报价与此无关,这正是我们看待股票的方式。我们把它们视为企业，我们对这些企业的未来做出判断。如果我们在这些判断上是正确的，股票将会自己照顾自己。查理？”

PS：

将持有股票，视为持有公司本身。

这句话看似简单，但要做到是很难的。因为企业的业绩是以年为单位考量，但市场中每天的交易却是以秒来计算。按年来算买卖，和按秒来算买卖，怎么看都是不一样的。

考虑一家公司，本质上是在考虑未来现金流，因为未来现金流决定了估值。

我认为想通这一点之后，投资才算是开始。

.....

今天就这些了。

巴菲特的真心话：小资金的投资者，有太多更好的股票选择，收益也会更好

主题丨投资决策、机会成本与组合选择

原发布日期丨2026.04.30　　作者丨年报其语

“我认为如果你用少量的钱投资，会做得更好。如果你的资金规模很小，你想投入大量的时间，研究成千上万的证券，你会发现很多比伯克希尔更明智的东西值得购买。”——沃伦·巴菲特

小资金在投资上，的确有很大的优势存在。

.....

伯克希尔 2008 年股东大会问答环节，**股东提问：**

“早上好。我叫 Marc Rabinov，来自澳大利亚墨尔本。我的问题是，伯克希尔在过去 12 个月里买了很多上市公司的股票。**你是否预计这些投资的年回报率在 7-10%之间，我想说，这似乎远远低于伯克希尔公司过去取得的成就？**”

回答 1：（巴菲特）

巴菲特：“**我认为如果你用少量的钱投资会做的更好**，我已经谈过，那么你就可以用你的钱做一些比买伯克希尔好得多的事情。我的意思是，**如果你的资金规模很小，你想投入大量的时间，研究成千上万的证券，你会发现很多比伯克希尔更明智的东西值得购买**。你知道，我们仍然认为伯克希尔在很长一段时间内都是有吸引力的投资。我们认为它与其他非常大的公司相比相当不错。**但我们不认为这是世界上最有吸引力的投资，如果你愿意经历那成千上万的可能性，你总能找到什么，这是查理和我很多年前经常做的。我们现在这样做是不可行的，也不会对伯克希尔产生任何影响**。

在伯克希尔，我们真正喜欢的是，收购规模从中等到超大的一流企业，这些企业拥有一流的管理，只需要我们坐在那里。因为这样做的好处是，你不必从一朵花到另一朵花。你可以只是坐在那里，看着他们每年生产越来越多，然后给你分红，让你可以买更多的企业。这是个不错的公式。我认为，这是一个对我们有用的公式，**但它不会像过去那样产生高回报**。”

PS：

小资金是不是真的有优势？

小资金是不是真的能获得更高的增长和收益水平？

巴菲特已经多次给出明确答案：**是的**。

巴菲特和芒格多次澄清过，未来 10%的收益就非常棒了，因为伯克希尔的体量已经很大。

要想获得早期的超高收益，规模是未来唯一的敌人。

巴菲特和芒格一直强调：

“我们不认为伯克希尔是世界上最有吸引力的投资，如果你愿意经历那成千上万的可能性，你总能找到什么，**这是查理和我很多年前经常做的。我们现在这样做是不可行的**，也不会对伯克希尔产生任何影响。”

早期可以，因为资金量小，够灵活。

所以小资金的优势，是事实上存在的，方法也给出来了：

- **投入大量的时间**
- **研究足够多的公司或股票**

但就这两条，足以劝退绝大部分人。

伯克希尔因为规模问题，每次出手的金额必须要足够大，原因巴菲特解释的很清楚，接着往下看。

回答 2：（巴菲特）

巴菲特：“答案是肯定的。如果我们可以购买普通股，我们会非常高兴，**我们期望在一个很长的时期内，从股息和资本收益的组合角度，如果我们认为它是 10%**，那我们会非常高兴，而我们可能会满足于略低于这一点。绝对的说，**毫无疑问，未来伯克希尔的回报将低于过去。**我们在伯克希尔持有的普通股，未来的表现将不会像过去 40 年左右那样好。我们现在谈论的是市值至少 100 亿美元的公司，但实际上，**在大多数情况下，要对伯克希尔产生有意义的影响，我们谈论的规模要大得多，可能在 500 亿美元以上**。

好吧，如果你是像我们这样规模的公司，那么这个世界并不是一个有利可图的世界。举一个例子，如果我们找到一家市值 100 亿美元的公司，我们可以买下其中 5%的股份，我们就可以进行 5 亿美元的投资，通常 5%是我们可以买到的，而且不会受到干扰。让我们说它在一段时间内翻了一番，那就是赚了 5 亿。你要付 35%的税，你还剩下 3.25 亿。这还不到伯克希尔现在业绩的千分之二。因此，我们的投资范围已经大大缩小了，我们在这个范围中的表现将不会像我们在一个更广阔的领域中工作时那样出色。”

PS：

巴菲特和芒格在 2008 年，对伯克希尔的未来收益率预期是 10%，包括股息和资本收益。

原因很简单，规模太大。

伯克希尔 2008 年底的市值约 1,500 亿美元，现在是 10,000 亿美元。18 年时间，市值增长 6.67 倍，CAGR 约 11%，印证了当初的说法。

要想对 2008 年的伯克希尔产生影响，至少 100 亿美元起步、500 亿美元市值以上的公司，才有可能。

巴菲特自己算了一笔账。

假设一家 100 亿美元市值的公司，伯克希尔买了 5%，即 5 个亿的初始投资成本。

被投资的公司过一段时间市值翻倍，伯克希尔相当于赚了 5 个亿，扣除 35%的税，实际到手 3.25 亿。

如果你资金小，只持有这一家公司的股票，你的收益就是实打实的 100%。

但伯克希尔 2008 年底的市值，约 1,500 亿美元左右。

5 亿的持仓成本，3.25 亿的市值增长，实际影响只有 2‰（3.25/1500）左右。

要想对伯克希尔的市值造成影响，比如说 1%，伯克希尔某个二级市场持仓标的的市值变化，至少要达到 15 亿。

按照购买 5%的原则推算，巴菲特和芒格的出手，至少是 300 亿市值以上（15/5%）的公司，且要在两三年内市值翻倍才行。

所以巴菲特和芒格说，太小的购买对伯克希尔已经没有太大影响，他们要找的是更大、更稳的现金流生意，这是一个事实。

要想回到伯克希尔早期的业绩和增长水平，已不太可能。

不过话说回来，通过这个事，也能清楚地说明一点：

“想要拿到更高的投资增长和收益水平，小资金在早期的确是有优势的。”

但不管是投资或是投机，要拿到 50%以上的年回报，绝不是一件轻而易举的事。

任何一条路，都需要你付出极大的努力和坚持。

……

今天就这些了。

巴菲特：“买股票就是买公司”的另一种解释

主题丨企业生意模式与竞争优势

原发布日期丨2026.05.06　　作者丨年报其语

“我认为如果你拥有一家生意兴隆的公司，这是一种疯狂的生活方式。我认为更好的办法是把生意卖给你认识的人，而他会是你所创造的生意的优秀管理者。”——查理·芒格

如果你已经拥有一门赚钱的好生意，最好的办法就是不要随便卖出。不管它是你的生意，还是你拥有生意的股票。

我个人认为这是对**“买股票，就是买公司”**的极佳诠释。

.....

伯克希尔 2008 年股东大会问答环节，**股东提问：**

“我是 Norman Rentrop，来自欧洲中西部德国波恩，莱茵河畔，向大家致以问候。我的问题是关于巧克力产业。在我的家乡，德国波恩，我买不到喜诗糖果，这对我来说是个挑战。你给出了伟大企业、好企业和可怕企业的伟大例子。你说，喜诗糖果给奥马哈带来了 13 亿美元的现金利润。还有另一家瑞士巧克力公司叫莲史宾利 Lindt &Sprungli。现在，虽然喜诗糖果实现了超过 20%的销售利润，但你形容他们的增长"还行"。瑞士莲巧克力的销售额只占 14%，但他们几乎走向了全球。问题是，**你是否想要一家盈利能力高但增长"还行"的公司，还是想要一家走向全球但盈利能力较低的公司？你的考虑是什么？”**

回答 1：（巴菲特）

巴菲特：“这对我们来说真的没有什么不同。**我们评估各种业务，我们真正想要的是，拥有持久竞争优势的企业。你们提到的两家公司都是这样。我们想要一些我们理解的东西。我们想要一个我们喜欢和信任的管理层。然后我们想要一个合理的价格。我们可能研究了所有糖果企业，20 年来我们得到数据的地方都是公开的。**有时我们会发现一些我们可以采取行动的地方，而大多数时候我们不会。**当他们是一个真正好的私人企业，我总是告诉经理人，如果你有一个很好的私人企业，最好的做法就是保留它(不卖)。然后在明年和后年，它的价值将会更高。所以没有理由出售一家很棒的企业，除非有一些不相干的因素**——可能是家庭情况、可能是避税、可能是因为没有另一个潜在的继承人，或者不管是什么原因。”

PS：

什么是自己喜欢的生意？巴菲特的答案是：

- 竞争优势持久
- 自己要能理解
- 诚信的管理层
- 价格必须合理

合起来就是：**“Right business, right people, right price.”**

理解并不复杂，难在选择的过程。

巴菲特和芒格为了买喜诗糖果，研究了所有糖果企业，看了几十年的年报和数据。

如果你也这么做，我相信任何一家公司，你都能搞懂。

只是仅少数人有耐心，会花这么多时间去做这件事。

何况当你真正发现一家伟大、且你能理解的企业时，大概率它的价格会非常贵。

此时你唯一能做的只有两件事：

耐心的等待，或者继续寻找下一家。

我认为难的并不是寻找好公司，难的是估值和等待合适的价格。

好公司在遇到特殊情况前，价格一般不会太低。

如果你严格遵守“合理价格”的理念，漫长等待就是一种生活常态。

回答 2：（巴菲特）

巴菲特：“但如果你有一个价值 10 亿美元的企业，而你不需要这 10 亿美元，就没有必要卖掉它。**那就像你有价值 100 万美元的农场一样。你实际上已经拿到了 100 万美元了，你只是碰巧以农场的方式拥有它。如果你喜欢农场，你就留着它**。所以，我们从来不会敦促人们出售好的企业，我们会敦促他们保留这些权利。

但有时候，他们确实会出于这样或那样的原因想要出售，也许每隔 20 年或 50 年才会出售一次，我们确实认为，如果他们拥有一家他们非常自豪的企业，如果真的是一家不错的企业，他们可以通过将其出售给伯克希尔，而不是将其出售给其他任何人，来保留更多他们所热爱的特性。所以我们是合乎逻辑的买家。”

PS：

选挣钱的生意，还是喜欢的好生意？

我认为生意并不仅仅在于“挣钱”和“不挣钱”。

挣钱是结果，绝非过程。

你能否看懂一门生意，本质上是你对一门生意的认同。

这里面包括了商业模式、管理层和价格。

从估值的角度说，挣钱的生意，现金流和利润率一定要高，才能支撑估值。

但从喜欢和理解的角度看，好生意不光能挣钱，更难得的是你和它之间的**“同频”**。

产品用的顺手吗？

服务满意吗？

会连续订阅吗？

会一直使用吗？

在深度理解产品和受众的联系后，价值才能体现出来。

我现在理解现金流，就是看现金流的背后，用户到底是怎么投票品牌和产品的。

回答 3：（巴菲特）

巴菲特：“正如你所提到的，Eitan Wertheimer 在安排欧洲行上做得很好，我们去欧洲做展示，而不是试图让任何人现在就把生意卖给我们，因为大多数人现在都不应该把生意卖给我们。但他们在发生导致他们考虑卖出企业的事件时，我们确实希望他们能想到我们。我们想要出现在他们的雷达屏幕上。我们在美国比在欧洲更受关注，我们将努力改善这一点。

但如果你拿一家像你说的一样的公司，比如像 Lindt & Sprungli，你知道，我们会以一定的价格买入它的股票。**我们会以一定的价格买入整个公司，但它不太可能被出售。**你知道，如果你想想成百上千家出色的公司，我会发现所有这些经理们都不想出售。”

PS：

这个特别有意思。

一家好公司，你想买，别人会卖吗？

所以二级市场的好处在于，你看好之后可以悄悄买，然后不动声色的持有。

这绝对是你独立思考的极佳体验之路。

还有比拥有一家自己喜欢、且很赚钱的公司更开心的事吗？

哪怕你只是拥有一小部分。

这就是持有股权。

回答 4：（巴菲特）

巴菲特：“昨天有一位 CEO 打电话给我，他们想告诉我或者他们在暗示或者说他们认为，他们的业务是世界上最具吸引力的投资。这不会是世界上最具吸引力的投资。如果有成千上万种可能的投资，你知道，当所有这些经理都在说"我们的股票是世界上最棒的"的想法是疯狂的。

但是，**我们的工作是去研究数以百计的事物，从有价证券的角度，购买我们认为最有吸引力的东西，其中包括我们作为企业所理解和喜欢的东西。然后偶尔我们有机会买下整个企业，我们从不以便宜的价格做那件事。因为那不会发生。**人们不会这么做。**但是股票市场会给你便宜的价格，而个体业主不会。**我们喜欢用一批具有良好长期经济特征的企业来打造伯克希尔。但是我们不会去寻找一个特定的糖果公司，然后说，"无论价格如何，我们都会这样做"，因为当"无论价格如何"这个短语进入句子时，我们就不会做任何事情。”

PS：

研究成百上千的公司。

估值，然后等待。

以合理价格购入，持有你理解和喜欢的企业。

也许个人不会出售自己的公司，但二级市场会。

市场先生，每天会准时给你报价。

你要做的，只是等。

等到你看好的企业，价格合理时出手。

越便宜，越好。

投资这件事，不复杂，但绝对不简单。

巴菲特说研究企业，指的是他看了几万家企业。

. . . . . .

今天就这些了。

巴菲特：五分钟做不出决定，五个月后也不行

主题 | 投资决策、机会成本与组合选择

原发布日期 | 2026.05.07　　作者 | 年报其语

“我们可以非常快速、非常容易地对很多事情做出很多决定。而我们之所以能够做到这一点，是因为我们根本不会允许自己去考虑这么多其他的事情，就是这么简单。”——查理·芒格

. . . . . .

伯克希尔 2008 年股东大会问答环节，**股东提问：**

“您好，巴菲特先生，芒格先生。我来自德国慕尼黑，我想回到你的观点，作为一个专业投资者，应该能够迅速和果断地采取行动。这意味着能够知道内在价值是什么，如果市场提供了机会，能够在一天或一小时内采取行动。我的问题是，**你头脑中有多少公司的内在价值是你知道的，如果市场给你提供一个有吸引力的价格，你能在一两天内采取行动**？其次，你怎么会突然在韩国或中国投资？”

回答 1：（巴菲特）

巴菲特：是的。我们可以迅速采取行动。我们最直接的决定信号是：我们是否能够弄清楚。它向我们提供了什么——通行/不通行的信号。当我们认为我们只是出于礼貌而不是在浪费别人的时间时，查理和我却经常被认为是粗鲁的。所以当他们和我们第一次对话时，我们会说，″算了吧″，查理很擅长这个，我也在学着用。（众笑）

我们在谈话初期就知道某人所说的东西是否有可能被我们采取行动。我们不担心我们错过的那些。我们要确保，当我们考虑完所有因素时，我们仍不会知道足够多的事情来做决定，我们就不会浪费任何时间去思考。所以我们只是排除了这些。这就排除了很多东西。

PS：

先排除不能做、不想做、不喜欢做的事情。

这也是一种逆向思维。

我们大多数时候，总是在罗列“应该做什么”、“怎么做才能对”的事项。

这和投资一样。

我以前总觉得，只要我做对了某些点，事情就会朝着我想的方向发展。

而实际情况是，大概率我会大错特错。

原因很简单，为什么我认为对的事，就一定会发生？

这就是我的自欺欺人。

但时间久了，也就想通了。

遇到不懂、不明白、不熟悉的东西，直接拒绝，不发表言论。

因为任何未经深思熟虑的言论，多半是错的。

更多的拒绝，反而让我更深的思考问题，变得刨根问底。

拒绝，和想清楚不做什么，就是思考的开始。

回答 2：（巴菲特）

但是，如果它通过了几个筛选标准，进入了一个区域，比如说，这是我们足够了解的东西，我们可以做出决定。我们准备好了，就可以很容易地在五分钟内做出决定。我是说，其实也没那么复杂。现在，我们了解了许多企业和行业，还有很多我们一无所知的企业和行业。我们知道很多关于某种债券的事情，我们知道的事情有很多，如果我们能扩大知识的范围，那就太好了。但最重要的是，任何获得通过的东西都是在我们的知识领域。

而事实是，如果我们不能在五分钟内做出决定，我们就不能在五个月内做出决定。你知道，我们不会在接下来的五个月里学到足够的东西来弥补我们一开始的不足。所以这不是伯克希尔的问题。如果我们接到电话，有人说他们有一家公司要出售，这就是我们会在电话上得到的信息。或者如果我正在阅读报纸、杂志、年度报告或 10-K，我看了一下价格，发现价格和价值之间有很大的差异，我们就会马上行动。查理和我不需要互相讨论这件事。我们的思维方式相同，我们的知识领域大体相似。查理？

PS：

五分钟做出决定。

这是一件正常事，但并不简单。

举个例子，7×8=？

读过小学，背过 99 乘法表的人，可以立刻说出答案是 56。

若没有读过书，完全不懂基础算术，或者一个 3 岁孩童，他们能立刻说出来吗？

显然不会。

这和研究公司、估算估值是一样的。

巴菲特和芒格，不管是研究公司的数量和质量，或是思考问题的深度上，都不是普通投资者简简单单 1-2 年就能赶上的。

他们可以 5 分钟做决定，是因为前面几十年的累积，不管是看公司，还是估值。

就好比一个正常成年人可以立刻答出 7×8=56，但大部分 3、4 岁的小朋友，怎么样都要等两三年才能学会。

积累的过程，是最慢、最折磨人的。

但同时也是最有效的。

慢就是快，不光是一句话。

更需要你花几年时间去自己体会。

……

今天就这些了。

2009

巴菲特：我只教两门课……

主题丨能力圈、阅读与长期学习

原发布日期丨2026.05.08　　作者丨年报其语

“未来世界上一半的投资者，将处于底部的 50%。换句话说，处于顶端的人总是比处于底层的人有更多的技能。而且，你永远也不可能把全世界的投资专业知识都同质化。”——查理·芒格

投资不难，但绝不容易。

要想取得成绩，你得花费十倍于普通人的热情和投入。

绝大部分普通投资者，在没有找到自己的投资路径，或适合的方法前，大概率是要持续亏损的。

……

伯克希尔 2009 年股东大会问答环节，**股东提问：**

“嗨，沃伦。我叫莎拉，来自内布拉斯加州的奥马哈。**我想知道您是否可以解释一下您培养下一代投资者的策略，即价值投资。你将如何教导这群年轻人？**”

回答 1：（巴菲特）

巴菲特：“今年有 49 所大学来了奥马哈——大部分是大学，只有少数学院。每 6 个一组。最后一个，我们增加了一所大学。我们有 8 个全天的课程。有时他们问我，**如果我办商学院，教投资，我会做什么。我告诉他们我只有两门课。其一是如何为企业估值，其二是如何思考市场。**”

PS：

巴菲特说的两门课，分别是：

- **如何给企业估值**
- **如何思考市场**

难吗？

说起来简单，要真的理解，非常难。

接下来，看看巴菲特是如何解释的。

回答 2：（巴菲特）

巴菲特：“我不会有任何关于现代投资组合理论，或贝塔，或有效市场，或类似的东西。我们会在开始的 10 分钟内就把它处理掉。纽交所大概有 4000 多家公司，在纳斯达克有更多的公司。**你不需要在 4000 家公司上的分析是正确的。你也不需要在 400 家公司上是正确的。甚至你不需要在 40 家公司上是正确的。你不必知道如何评估所有企业的价值，你只需要停留在你能理解的能力范围内，在那些你可以估价的东西中，寻找那些以低于其价值的价格出售的东西。你可以从一个相当小的能力圈开始，**

随着你的发展，你可以了解更多的商业知识。但你会发现，有很多公司根本不适合估值，你就会忘记它们。

我认为，会计能帮助你做到这一点，你需要理解会计才能了解商业语言，但会计也有巨大的局限性。你必须学习足够多的知识才能知道，什么会计是有意义的，什么时候你必须忽略会计的某些方面。你必须明白，什么时候竞争优势是持久的，什么时候是短暂的。你必须了解呼啦圈公司和可口可乐之间的区别，这并不难做到。”

PS：

第一课：如何给企业估值

1. 只给看得懂的公司估值
2. 会计能帮到你

巴菲特和芒格，一向不采纳有效市场假说，这个问题也不难理解。

若市场有效，那他两是怎么找到价值和价格不等的股票的？

估值，就是为了找到价格差，从而发现机会。

现在的全球市场，上市公司早已上万家，仅大 a 就有 6000 多家。

是不是看到一家公司，就能用某一个估值公式，给出一个准确的数字？

显然不能。

我们也不需要给这么多公司估值，我们只需要找到属于自己的机会即可。

这个机会，就是你看得懂的公司。

但是在你能够看懂之前，也许要经历成千上万家公司的洗礼，研究足够多的案例，才能让你练就火眼金睛。

“寻找价格远低于价值的东西。”

这就是估值的全部秘密。

从你能轻易理解的公司开始，让估值成为你的一种思维习惯。

会计的确有帮助，特别是在理解财报上。

但巴菲特多次强调：

“看不懂商业模式，读财报也没有用。”

因为会计是处理过程和结果呈现，公司生意的本质是商业模式。

商业模式的背后，一是现金流，二是常识，三是消费者习惯。

但商业模式再好，若会计造假，你又觉得可信吗？

所以两者相辅相成，要一起理解。

回答 3：（巴菲特）

巴菲特：“然后，**你必须知道如何思考市场波动，真正了解市场是为你服务，而不是指导你的**。在很大程度上，这不是智商的问题。如果你在做投资，你的智商是 150 分，你可以把其中 30 分卖给别人，因为你不需要它(笑声)。我的意思是，你需要相当聪明，但你根本不需要成为一个天才。事实上，它会造成伤害。

但你必须要有稳定的情绪。你必须对自己的决定有一种内心的平静。因为这是一个游戏，你每时每刻都会受到刺激，人们总是在发表自己的观点。

你必须能够独立思考。而且，我不知道有多少是天生的，有多少是可以学习的。但如果你有这样的品质，你能花一些时间学习如何为企业估值，你会在投资上做得很好。

这不是一个复杂的游戏。正如我说过很多次的——这很简单，但并不容易。你不需要理解高等数学，你不需要了解法律。有很多事情你不需要很擅长。在这个世界上有很多工作比这更艰难。**但是你必须有一种稳定的情绪，能让你度过几乎所有的事情**。随着时间的推移，你会做出好的投资决定。查理？”

PS：

第二课：如何思考市场

格雷厄姆在《聪明的投资者》中给出两大原则：

- 安全边际
- 市场先生

巴菲特多次在股东大会上提到这两点。

“市场是为你服务的，而不是指导你的。”

巴菲特，芒格，施洛斯，费雪，无一不是远离市场喧嚣。

你紧盯的是公司价值，而不是按秒跳动的股价。

至于情绪。

情绪越稳定，通常越有耐心。

研究公司需要耐心，寻找价值差需要耐心。即便是最顶尖的交易员，也需要极大的耐心。

独立思考就更不说了。

投资也好，投机也好，独立思考都是起点。

因为任何一件事的成功，都需要独立思考。

在情绪稳定和独立思考这两点上，普通投资者更应该倾向于情绪稳定。

情绪不稳定，是很难做到独立思考的。

我是以前读《教父》三部曲，从小说中学到冷静的重要性。

“永远不要动怒，绝不要威胁，要讲道理。”——老教父维托·唐·柯里昂

……

今天就这些了。

芒格：我们为什么投资比亚迪

主题 | 投资决策、机会成本与组合选择

原发布日期 | 2026.05.09　　作者 | 年报其语

芒格对投资理念的完整叙述很少，除了他最爱的 Costco 之外，比亚迪属于其中一个。

看看芒格是怎么表述，当年他为什么投资比亚迪。

. . . . . .

伯克希尔 2009 年股东大会问答环节，**股东提问：**

“这个问题实际上是在午餐前，从一位我认为是股东的人那里偶然发现的。来自纽约的 JoshWolfe 问道：**‘比亚迪似乎更像是一项风险投资，而不是价值投资。你能解释一下这项投资、背后的逻辑以及你对它的预期吗？’**”

回答 1：（巴菲特）

巴菲特：“是的。我马上就把它交给查理。**但查理和我认为，除了价值投资，没有其他投资方式**。换句话说，我们不知道任何人该如何进行一笔无价值的投资。因此，我们一直对"价值"这个术语感到困惑，认为它不应该与成长或任何东西形成对比。**就你今天的所付出的资金而言，价值投资指的是在未来可以从预期的现金流中获得更多**。所以每次有人把我们描述为价值投资者时，我们总是问他们，还有什么其他类型的投资者？

但查理是我们在比亚迪的团队领导，他变得非常兴奋。所以我可能要控制他的发言时间。”

PS：

巴菲特在问题开场前，强调了他和芒格对“价值投资”的理解：

“就你今天所付出的资金而言，价值投资指的是，在未来可以从预期的现金流中获得更多。”

所以说即便他们投了比亚迪，但本质上指的是能在未来获得远超付出的现金流回报。

也就是说，芒格确信投资比亚迪，将在未来获得极高的回报。

以下，是芒格对此的解释。

回答 2：（芒格）

芒格：“是的，当然，尽管比亚迪的创始人只有 43 岁，但它并不是一家处于早期阶段的风险投资公司。**比亚迪是全球可充电锂电池的主要制造商之一**。在创始人王传福的领导下，它从零开始，实现了这一目标。然后，**他们进入了手机零部件领域**，并建立了一个巨大的地位。然后，最终，王传福不满足于创造了几个奇迹，他决定进入汽车行业。**据我所知，这是零经验的汽车。从零起步，用很少的资金，他迅速创造了中国最畅销的单一车型 F3。**这与中国与世界上所有主要汽车公司的合资企业所面临的竞争是相反的，这些企业在技术上创造了奇迹，并且拥有更多的资本等等。**这不是某种未经证实的、高度投机性的活动，这是一个该死的奇迹。**”

PS：

芒格提到了王传福及比亚迪，达成的三件事：

- 全球锂电池主要制造商
- 手机零部件
- 汽车

但最关键的，不是这三个业务如何了。而是这三个业务，是怎么达成的？

“全部从零开始。”

这是芒格的叙述。

那芒格是怎么看待王传福和比亚迪的？

若从零开始，达成一件有价值的事，你可以说事运气。

但从零开始，达成三件有价值的事，绝非运气能说清。

芒格给出自己的结论：

“这不是某种未经证实的、高度投机性的活动，这是一个该死的奇迹。”

成功，还能将成功复制或延续，就是价值。

回答 3：（芒格）芒格：“当然，**王传福已经雇佣了 1.7 万名工程专业毕业生。而这些工程专业的毕业生是从中国的 3 亿人口中挑选出来的，而且他在招顶尖的学生。所以你得到了一个非凡的人类天赋的集合**。然后你已经具备了中国人的基本素质。当中国人民摆脱了错误的体制(如错误的皇帝)的束缚时，中国人民取得了巨大的成功。当他们作为"苦力"奴隶来到这个国家时，他们会留下，并很快成为镇上最重要的人。所以这是一群非常有才华的人。而且，从某种意义上说，这一特殊时期可能是属于中国的。

当然，**这些电池，这些锂电池，在世界的未来是有巨大的需求的。我们在美国的每一个公共事业公司都需要他们。我们在世界上每一个公用事业公司都需要它们。我们必须直接利用太阳的能量。如果没有神奇的电池，我们无法做到这一点。比亚迪在这方面处于最佳位置。我知道这看起来像个奇迹。看起来沃伦和我都疯了。但我不认为我们是。”**

PS：

锂电池。

是比亚迪除优秀的后备力量储备外，最大的武器之一。

但芒格在十几年前就已经看到这一点。

多年以后，新能源车爆发，手握汽车和锂电池的比亚迪，彻底起飞。

一跃成为中国及全球，最大的新能源车制造商。

然后我们再回头来看芒格的话：

“比亚迪在这方面处于最佳位置。我知道这看起来像个奇迹，看起来沃伦和我都疯了，但我不认为我们是。”

我依然觉得不可思议。

回答 4：（芒格）

芒格：“**我认为除了玻璃和橡胶之外，那辆车里的所有东西都是他们制造的，可能有几个小的例外**。这真是闻所未闻。**是谁进入了汽车行业，制造了每一个零件，使汽车成为了最好的、最畅销的东西？这是不正常的。我是说，这很不寻常**。我认为，让伯克希尔与一家试图做这么多、对人类如此重要的事情的公司合作，是一种荣幸。

因为它可能是一个小公司，但它的野心很大。由王传福领导的 1.7 万名中国工程师，再加上 10 万名有才华的中国人，在一个全新的领域，按照他们想要的方式建设，我不会押注他们会失败。如果伟大的事情不在这里发生，我会很惊讶。**考虑到伯克希尔的规模，我不认为它在财务上对伯克希尔有那么重要。但是，在我的一生中，我从来没有像对比亚迪的感觉那样，感到如此荣幸地与某样东西联系在一起**。”

PS：

当时的比亚迪还是一家小公司，但芒格评价它的野心很大。

我在这个地方也体会到。

一家在新能源汽车领域，最接近“全栈自研自产”的车企。

到底创造了什么样的价值。

虽然伯克希尔投的钱不多，毕竟是巴菲特押注。

但最终创造的回报极高。

绝对是一次经典的价值投资案例。

……

今天就这些了。

巴菲特：我不抄底，但我知道什么时候赚钱

主题丨投资决策、机会成本与组合选择

原发布日期丨2026.05.11　　作者丨年报其语

“我并没有预测到股票的走势。因为我永远不知道它们会变得怎么样。但我知道你什么时候买入才能赚大钱。”——沃伦·巴菲特

这是巴菲特一辈子严格遵守的几个简单原则之一：

“一定要买得便宜。”

……

伯克希尔 2009 年股东大会问答环节，**股东提问：**

“下午好，巴菲特先生，芒格先生。来自俄亥俄州代顿市的 Jimmy Chong。巴菲特先生，去年 10 月，你在《纽约时报》的一篇专栏文章中写道，你将把个人投资组合完全转移到美国股票上。我的问题是，这一行动完成了吗？如果没有，你还在买吗？此外，**在你的投资生涯中，你如何从股票投资机会的角度，对最近的市场低迷进行排名？**”

回答 1：（巴菲特）

巴菲特：“当然，这不像 1974 年那样戏剧性。**1974 年的股票比现在便宜得多**。但你也面临着不同的利率情景。所以你可以说他们真的没有那么便宜。**你可以以 4 倍的市盈率买入非常好的公司，或者有着很好的前景的公司。但当时的利率要高得多，这是我所见过的购买普通股的最佳时期。**这个国家当时的麻烦可能没有我们 9 月份时那么多。我不这么认为，但当时股票价格相对较低。

最近一段时间，我买了一些股票。然后公司债券看起来非常便宜。差距非常非常大。所以我也买了一些。**东西越便宜，我就越喜欢买**。我的意思是，如果我在麦当劳买汉堡包，前几天是 X，他们明天把价格降到 X 的 90%，但如果他们这么做了，我会很高兴。我不去想昨天买汉堡花了多少钱。我想我这辈子都要买汉堡了，你知道吗？他们越便宜，我就越喜欢。**如果我下半辈子都要做投资，那我宁愿付 X 的一半，而不是 X。而且，我昨天付了 X 的事实不会困扰我，只要我知道生意中的价值。所以就个人而言，我喜欢更低的价格，但这不是你们每个人早上醒来看到报价时的感觉。但是，当东西在打折的时候，你应该更兴奋地去买它们，这是有道理的。**

而最近——当我在《纽约时报》上写那篇文章时，**我并没有预测到股票的走势。因为我永远不知道它们会变得怎么样。但我知道你什么时候买入才能赚大钱**，这就是我认为应该买进的时候，查理？”

PS：

现在几乎很难再找到 4 倍市盈率的股票。A 股中我知道的，只有一些银行、保险、基建、钢铁、共用事业公司，其他的确太少了。美股的便宜股票，同样只会更少。

但巴菲特几十年走过来，有一点从未变过：

一定要买得便宜。

我发现很多人对巴菲特的**【买得便宜】**，有极大的误解。

这个买得便宜，不是单纯指**【低市盈率】**。

便宜，是相对的。

相对于你自己判断出的**【价值】**。

巴菲特的原话是：

“他们越便宜，我就越喜欢。如果我下半辈子都要做投资，**那我宁愿付 X 的一半，而不是 X**。而且，**我昨天付了 X 的事实不会困扰我，只要我知道生意中的价值。”**

第一，花 0.5 美元买 1 美元的东西。这是最理想，也是最好的低估购买机会，但并不是每一家公司都如此。

第二，花接近 1 美元买 1 美元的东西。不是说这种就有问题，芒格说过，伟大的公司，价格往往不便宜。这种情况下，花 1 美元，买的是未来至少 2 美元以上的价值。

两种情况哪种更简单？

我倾向于第一种，也是巴菲特最喜欢的方式。

在现实中，很多伟大公司，实际情况都是第二种，因为你很难等到一个打五折的机会。

但两种方式都有一个共同的判断方法：**估值**。

回答 2：（巴菲特）

巴菲特：“这就是为什么会发生这样的事情。**我们不会试图选择底部，我们对股市明天或下周或下个月的走势没有看法**。所以，"只是坐在那里，不做一些明智的事情，因为你认为会有更吸引人的事情会发生"，这不是我们的方法。只要我们有机会做一些有意义的事情，我们就会去做。如果第二天更有意义，如果我们有钱，我们可能会做更多。如果我们不这样做，我们能做什么呢？**所以选择底部基本上不是我们的游戏，而估值是我们的游戏。这并不难。我认为，选择底部可能是不可能的，但是，当你可以开始用你的钱得到很多价值的时候，你买入就是了**。正如我所说，在我写了那篇文章之后，股票确实变得更便宜了。公司债券市场变得非常、非常、非常混乱。我们为伯克希尔买了一些相当大的债券。我还给自己买了一些小东西。但我 99%的时间都在思考伯克希尔。”

PS：

即便有了估值，也很难预估市场的底部。

因为市场，是情绪的化身。

一个合适的做法，是利用市场，而不是被市场牵着鼻子走。

巴菲特和芒格不玩趋势的游戏，他俩玩的是估值的游戏。

“宁要模糊正确，不要精确的错误。”

DCF 模型并不是不好，它是折现现金流的唯一正确做法。

但在使用时，一旦陷入到得到某个精确数字时，就是噩梦的开始。

理解公司的未来现金流，用最原始的静态投资回报估算，就是你得到的价值。

这个范围的准确性，完全取决于你能看懂公司未来多少年的现金流。

看得越长，价值判断越准。

这是有理论依据的，因为 DCF 折现公式在理论上，有一个极限未来折现期限，大概就是 30 年左右。

若你能看得到一家公司未来的 30 年，任何估值公式，你都不再需要。

……

今天就这些了。

2010

巴菲特：我是如何评估企业和使用安全边际

主题丨内在价值、估值与安全边际

原发布日期丨2026.05.16　　作者丨年报其语

“你只需要每天早上起床，然后试着在晚上睡觉的时候，比起床的时候更聪明一点。”——查理·芒格

这是芒格对学习、进步、成功的解读。

如果你想在竞争激烈的事情上做得更好，你必须多思考、多学习、多练习。你必须不断学习，因为世界在不断变化，你的竞争对手也在不断学习。

如果你坚持这样做很长一段时间，并积累一些经验，无论是好的还是坏的。当你尝试并掌握你想要做的事情时，这样做的人几乎不会彻底失败。他们可能会有一个糟糕的时期，特别是当运气不佳或什么的。但很少有人在这方面失败过。

如果你有正确的品性，你可能会慢慢进步，但你一定会进步。

.....

伯克希尔 2010 年股东大会问答环节，**股东提问：**

“大家好，我是来自堪萨斯州的 Olathe 的 Jeff Colvette。我在 1999 年开始投资，正好是在科技泡沫大爆发之前。不幸的是，在我学会评估企业价值和运用安全边际的重要性之前，我学会了买入并持有，不要担心市场价格波动。所以，正如查理所说，我很快就经历了巨大的失败。我现在感觉不那么糟糕了。这就引出了我的问题。我已经读了所有伯克希尔的报告以及我能读到的所有关于你们俩的资料，我感谢你们安排了这么精彩的会面。

但它似乎可以归结为一些简单的事情，即评估一项业务并应用安全边际。所以我的问题是，你推荐什么方法来更好地评估公司？”

回答 1：（巴菲特）

巴菲特：“这是一个非常非常好的问题。**以我自己为例，你知道，我一开始对公司估值一无所知。格雷厄姆教给我一种方法，来评估某种类型的公司的价值，这种公司会被证明是成功的，只是这些公司已经很难找到了。但尽管如此，这几乎可以保证不会失败，但并不能保证这些东西会继续可用。**

查理教会了我很多关于持久竞争优势的价值，以及什么是真正一流的企业。但随着时间的推移，我对各种类型的企业有了更多的了解。**但你会惊讶地发现，有很多生意我都不太了解。最重要的不是你的能力范围有多大，而是你知道自己的能力范围在哪里**。你不必对 90%、80%、70%或 50%的生意成为专家，但你必须对你投资的那些公司有所了解，如果那只是宇宙中的一少部分，那仍然不是一个杀手。”

PS：

巴菲特自述的两次最大进化点来自：

- 恩师，本杰明·格雷厄姆
- 挚友，查理·芒格

我们在格雷厄姆的两本著作，以及巴菲特几十年的叙述中，可以获取的几个最重要事实是：

- 剩余价值
- 市场先生
- 安全边际
- 持有股票，即拥有公司

在评估企业价值时，巴菲特早期使用的便是剩余价值方法。

芒格也使用这种方法，芒格早年致 Wesco 股东信中专门解释过，剩余价值在评估内在价值时的具体应用。

问题在于，清算价值远超估值的年代已过去久远，现在的市场这种公司几乎难以找到。

但巴菲特和芒格的进化才刚刚开始：

“查理教会了我很多关于持久竞争优势的价值，以及什么是真正一流的企业。”

在使用未来现金流估值时，巴菲特和芒格已在讨论另一件事：

“企业 10 年以后会怎样？我们能够看懂吗？”

若不能回答这个问题，属于自己目前暂时不懂的状况。

在这种情况下，你自然会发现，有太多的企业和生意，在我们可理解的范畴之外。

不懂的，就不碰。

知道自己的能力圈，是防止犯错的开始。

但这也是一件反人性的事，因为人都倾向于相信自己以为懂得的事。

因为自欺欺人，比对自己诚实，更容易。

回答 2：（巴菲特）

巴菲特：**“我认为，如果你想想你会为麦当劳的三明治付多少钱，你会认为你会明白。**如果想想你自己的家乡奥拉西的那些企业，你想买哪个？**你认为你能理解他们的商业模式吗？你认为 10 年后还是 20 年后，与它们哪个竞争会很艰难？**只要不断问自己关于企业的问题，并和其他人谈论它们。随着时间的推移，你将扩展你的知识。**要永远记住安全边际。**我认为你基本上有正确的态度，因为你认识到自己的局限性，这在投资行业非常重要。你会找到自己的天地的。。”

PS：

这是一个经典的理解方式：

“你买麦当劳的汉堡所付的 25 块钱，就是你为这家企业支付的估值。”

持有股票，就是拥有生意。

麦当劳的生意，就是卖汉堡。

麦当劳的生意，理解难度不大：

- 套餐会涨价吗？
- 连锁店越开越多吗？
- 年均客流量明显减少吗？
- 特许权费和租金越收越多吗？
- 未来 10 年麦当劳会越做越难吗？
- 谁能抢走麦当劳 4 万多家连锁店生意？

这个生意的背后是什么？

消费习惯，饮食爱好，特许经营权，定价权。

因此我们会有一个假设：在未来 10 年里，人们还会吃汉堡吗？全球连锁店会越开越多吗？成本会上涨吗？汉堡套餐会涨价吗？

若答案是上升，那麦当劳的未来利润就会增加，估值就会上涨。

剩下的问题只剩两个：

- 每年的上涨幅度
- 当前估值贵还是便宜

难吗？

不难。

现在你再回头去看看巴菲特提的问题：

- 你理解麦当劳的汉堡和商业地产吗？（商业模式）
- 10 年、20 年后，麦当劳还在吗？（竞争优势）
- 10 年平均收益超过 10%吗？（机会成本）
- 现在买便宜吗？（安全边际）

我相信，你已经有了自己的答案。

回答 3：（巴菲特）

巴菲特：“6-7 年前，也许没那么久，当我研究韩国股票的时候，我从来没有想过我会买韩国股票。**但我看了看，我发现有一些企业符合我安全边际的测试。在那里，我进行了分散的投资，因为我对任何具体的公司都不太了解，但我知道，20 个这样公司的投资组合将会非常成功，即使一个骗子可能会经营其中的一个，或者其中几个公司可能会遇到我没有预料到的竞争，但他们实在太便宜了。这是一种古老的格雷厄姆方法。**你会不时地发现机会，而它的美妙之处在于你不必发现其中的很多机会。查理？”

PS：

“这是一种古老的格雷厄姆方法。”

什么方法？

在《证券分析》中，这个方法有专门的论述：**买得便宜，且一次性分散买很多。**

这个方法，有一个人比巴菲特还用得极致。

沃尔特·施洛斯，巴菲特的师兄。

施洛斯一辈子只遵循了一个方法，就是在别人看不起、不起眼的行业中，买拥有实体资产，且便宜到不可思议的股票。

然后一次性买一揽子，目的是为了规避风险。

有些公司可能会真的一蹶不振，但更多的公司会再次盈利。

所以价格极其便宜时，买一揽子，最终是会获利的。

施洛斯用一辈子遵循格雷厄姆的方法，证明了这个策略：

47 年，年化 20%。

而巴菲特投资韩国，所描述的方法，就是这个。

. . . . . .

今天就这些了。

巴菲特：低运营资金和浮存金，是我们的最爱

主题丨财务质量、现金流与资本回报

原发布日期丨2026.05.17　　作者丨年报其语

“当我们看什么是好的企业时，我们从企业实际所需的资本来定义它。而是不是一项好的投资，则取决于我们最终为此付出了多少钱。”——沃伦·巴菲特

这是两个不同的概念：

- **好企业，需要的资本支出很少**
- **好投资，一定要买得足够便宜**

所以我们在投资时，投资标的挑选原则是，选不需要太多运营资本的公司，然后尽可能买得便宜。

.....

伯克希尔 2010 年股东大会问答环节，**股东提问：**

“这个问题来自南达科他州阿伯丁的 Carson Mitchell，他问，**对于伯克希尔来说，什么业务的资本回报率最高，世界上什么业务的资本回报率最高？**”

回答 1：（巴菲特）

巴菲特：“**这有两种算法**。如果你谈论经营企业所需的资本，而不是我们可能为企业付出的代价，我的意思是，如果我们收购一家很棒的企业，你可以在没有资本的情况下经营它。比如，假设你有装瓶系统，你无需资本就能经营可口可乐公司。现在，如果你以 1000 亿美元的价格购买它，你可以将其视为你的投入资本，也可以将其视为基本资本。**当我们看什么是好的企业时，我们是从企业实际所需的资本来定义它的**。但对我们来说**是不是一项好的投资，则取决于我们最终为此付出了多少钱**。”

PS：

选择资本支出少的公司，最好是没有资本支出。这是巴菲特和芒格选公司的基本原则之一。

由于估值是从自由现金流出发，所以资本支出会直接影响自由现金流的多少。

长期来看，资本支出越大，真实获取的自由现金流越少，估值就越低。

理解这一点，围绕**【经营现金流】**和**【资本支出】**两个变量，我们可以很好的评估任何一家公司。

但公司好，不代表投资收益就好。

当前估值的高低，决定了你未来的投资收益。

一句话，**买得越便宜越好**。

回答 2：（巴菲特）

巴菲特：“**有许多企业是靠负资本运营的**。任何伟大的杂志都是负资本运作的。卡罗尔在财富杂志工作，**用户提前付款，没有固定资产可言，应收款也没有那么多，库存什么都没有**。因此，我猜《人物》杂志或《体育画报》杂志是以负资本运作的，特别是《人物》赚了很多钱。**我们有一家名为蓝筹印花**

的公司，我们提前获得了浮存金，并以非常可观的负资本运作。你知道，苹果不需要那么多资本。所以，**有很多伟大的企业只需要非常非常少的资本**。当然，**最好的是那些不需要资本就能变得很大的公司**。喜诗糖果是一个很棒的生意，只需要很少的资本，但我们不能让人们每天吃 10 磅的盒装巧克力。”

PS：

负资本运营，这点在财报上可以直接看出来。

通常指的是，在公司没有对外借债的情况下，应付账款和预收账款，超过应收账款和存货之和。

简单说，拿别人的钱做生意，也称为浮存金。

所以在挑选公司时，巴菲特和芒格有两点提示：

- **选资本支出少的**
- **选有浮存金或负资本运营的**

实际上，这两点本身就说明了生意的好坏。

维持生意的运转，不需要额外过多的资本投入；运营资金由外部提供，自己不需要再掏钱。

这些是好生意的典范。

从竞争角度看，这是迈克·波特的议价能力体现，当你对客户和供应商同时具备很强的议价能力时，财报上最终会体现出我们上面提到的情况，反之亦然。

通过这一点，我们可以很好的切入公司产品的竞争优势分析。

毕竟，若产品不好，公司也做不到两边收钱。

回答 3：（巴菲特）

巴菲特：“**一般来说，大型消费企业需要的资金相对较少。人们提前预付给你钱。杂志订阅是一个案例，保险是一个案例，你知道，你正在使用你客户的资本。**我们喜欢这类企业，当然，世界其他地区也是如此，所以收购这些企业他们会变得非常有竞争力。例如，我们有一家由 Cathy Baron Tamraz 经营得很好的公司，叫做美国商业资讯公司(Business Wire)。**它不需要很多资金。它有应收账款，什么都有，但是它是一个服务型企业。很多服务型企业和消费型企业几乎不需要资本**。当他们收购成功的时候，你知道，他们真的可以成就一番事业。”

PS：

巴菲特举的例子很简单，**订阅**和**年费**。

杂志的订阅，保险的年费，本质上都是**先收钱**。

硬要说哪个更强，我认为是保险，因为保险的锁定期更长。

杂志的订阅，通常是季度、半年或者全年。

保险会更长，通常是 1 年起步，更长的可以到 10 年、20 年以上。

在提前收钱后，只要成本可控，公司就有了长期运营的前提。

这两类公司都是轻资产，又不需要什么多的资金投入。

好生意的例子，一眼可见。

关键运营的钱，还是客户先付给你的。

如果提前付的钱特别多，这笔浮存金的使用，还会有额外收益，不管是投资，还是收息。

当你拥有这类公司时，如果公司挣了钱，除了每年必要的少量资本开支，以及必要的运营现金留存外，其他赚的钱全部通过分红或回购的方式，反馈给股东，这就是一笔最好的投资。

当然还有一个前提：

你当初买的时候，一定要足够便宜。

. . . . . .

今天就这些了。

2011

巴菲特和芒格最喜爱的生意类型是什么？

主题丨企业生意模式与竞争优势

原发布日期丨2026.05.18　　作者丨年报其语

“要想在世界上取得任何重大成就，持续学习是绝对必要的。”——查理·芒格

.....

伯克希尔 2011 年股东大会问答环节，**股东提问：**

“早上好。马萨诸塞州剑桥市的 Angie Janssen。我的问题是，除了需要投入巨额资本运作之外，你是否仍然认为，**像喜诗或可口可乐这样的有形资本业务的高回报率，是在通胀环境下持有的最佳资产**？或者**你现在是否认为，像铁路或水电大坝这样具有定价能力、不可替代的硬资产更具优势**？”

回答 1：（巴菲特）

巴菲特：“第一类资产是更优越的。我的意思是，如果你能拥有一种很棒的消费品——**不一定非得是消费品，一种只需要很少的资本就能增长，并获得更多的美元数量的产品**，就像通货膨胀会发生的那样，即使你销量没有增长，也不需要太多的资本来支持这种增长，这是在通货膨胀中拥有的一种很棒的资产。

最终的考验是你自己的赚钱能力。我的意思是，**如果你是一名杰出的医生、律师，教师，不管是什么，随着通货膨胀的发展，你的服务将越来越多地以美元计算，而你不必对自己进行任何额外的投资**。

人们认为，长期存在的房地产资产或类似的东西，比如农场，或任何不需要额外资本来资助通胀增长的东西，能够抵抗通货膨胀。**最糟糕的企业是那些有大量应收账款和库存的企业。以美元计算，如果他们的交易量保持不变，但价格水平翻了一番，他们需要拿出两倍的钱来做同样数量的生意，这可能是一笔非常糟糕的资产**。

现在，我们通常对需要大量资本投资的企业不感兴趣，就像公用事业和铁路。另一方面，我们认为，特别是铁路，在你没有任何保证的较低回报率的情况下，你应该有权从对经济越来越有价值的资产上获得回报——不管是因为通胀因素还是因为自然增长因素，或者在美国的情况下，我认为两者都有。”

PS：

这是巴菲特和芒格对最喜爱生意的总结：

不需要太多资本就能增长，还能卖得更多。

根据他两以前对好生意的描述，还要加上两条：

- **毛利率高**
- **有定价权**

这些本质上都是在描述现金流的创建和增长。

一门生意，产品毛利高，还能涨价，每年无需过多投入，明年就能卖出更多产品，还有什么比这更好的。

为什么要考验我们自己的挣钱能力？

医生、律师等，都是可以自己单独创造现金流的。比如，开医馆、开律师事务所等。

在业务达到一定规模之前，他们并不需要再投入更多的资金，却有机会获得更多的客户、收取更高的服务费用。

从这个角度看，企业挣钱和个人挣钱，本质上是一样的，不同的只是规模。

回答 2：（巴菲特）

巴菲特：“**最理想的生意就像喜诗糖果正在做的**，当我们收购它时，它的销售额是 2500 万美元，它卖出了 1600 万磅糖果，它的零售价是 1.90 美元，我们有一些数量折扣，所以我们正在做价值接近 3000 万美元的生意。

现在，我们正在做价值超过 3 亿美元的生意。当它运营 30 年的时候，也仅仅需要 900 万美元的有形资产，而当它运营 300 多年的时候，大概需要 4000 万美元的有形资产。

因此，**我们只需将 3000 万美元投入到一项业务中，这可能使我们在此期间获得 15 亿美元的税前收益。如果糖果价格翻倍，我们也没有任何应收账款可言。我们的库存变化很快。我们不储存它或类似的东西。**我们季节性地增加销售，同时固定资产不是很大，所以如果通货膨胀很严重的话，这是一个比公共事业更好的生意。”

PS：

这里是对理想生意的案例解释，喜诗糖果。

刚收购时，喜诗糖果有 2500 万美元的销售额，卖了 1600 万磅糖果，零售价是 1.90 美元，有一些折扣，生意价值约 3000 万美元。

从估值上看，若喜诗糖果在被收购时，税前利润率接近 15%，净利率有 200 万美元，实际的静态回收期约 15 年（3000/200），即 15 倍 PE。

但在运营 30 年后，喜诗糖果却仅需 900 万美元的有形资产，便可持续运营。此时，这门生意已经价值 3 亿美元，价值翻了 10 倍。

这笔投资的结果是，投入 3000 万美元，在持有期间获得 15 亿美元的税前收益。且公司无应收账款，无存货，无过多固定资产，每年制作并卖出更多的糖果，收取现金。

不出意外，这门生意可以永远的干下去，直到人们不需要糖果为止。

这是一种选生意的思考方式，在不知道怎么看的时候，按照这个标准选，出错概率会小很多。

除此以外，只有一个问题会影响你的投资结果：**估值**。

喜诗糖果的案例中，有两个概念很清晰：估值和商业模式。

回答 3：（巴菲特）

巴菲特：“**你真正想要的理想的资产，是在通货膨胀期间对别人的销售额收税，你所做的就是每个月得到一张税金支票，而且是基于他们的销售额。然后你发明了一些产品，把它授权给他们，然后你就再也不需要资本投入了。没有应收账款，没有存货，没有固定资产。这种业务是真正的通货膨胀保护，假设产品保持其生存能力**。

因此，尽管我们正在进入一些资本非常密集的业务，但这部分反映出我们无法将我们拥有的大量资本投入到一大堆喜诗糖果中的事实。我们只是找不到这么多类似喜诗糖果的公司。我们很想找到它们，但我们找不到那么多。因此，当我们每年必须投资数十亿美元时，我们在资本方面做得并不像我们每年投资几百万美元时那样好。这是毫无疑问。在投资中也是如此。在经营企业中也是如此。规模确实是个不利因素，我们只是希望这个问题能继续下去。”

PS：

巴菲特解释的**【真正想要的理想资产】**，其中一种是特许经营，franchise。

由你提供产品或模式，别人投钱，你授权别人做买卖。然后你从他们的收入中提成，卖得越多，提成越多。前提是你的产品或模式，能持续具备竞争力而不倒。

对巴菲特和芒格来说，难题是找不到那么多喜诗糖果般的生意；或者即使找到，能投入的金额又有限。

更多的情况是，标的公司估值正常或没有便宜可捡，巴菲特又不愿意出手。

所以绝大部分时间，他们都是在等。

这么看，投资有时候也是蛮无聊的。

.....

今天就这些了。

持续阅读，是稳赚不赔的长期个人投资

主题丨能力圈、阅读与长期学习

原发布日期丨2026.05.20　　作者丨年报其语

巴菲特和芒格，对阅读的解读。

.....

伯克希尔 2011 年股东大会问答环节，**股东提问：**

“Keith McGowan，马萨诸塞州诺福克市。谢谢巴菲特先生和芒格先生。谢谢你成为我的榜样。你的道德、节俭、幽默感、诚实，分享你关于投资的想法，分享你关于商业的想法，让这个世界变得对每个人都更美好。(掌声)查理在前面的回答中提到了持续学习。**巴菲特先生，你一天大约看五份报纸。你还会阅读很多年度报告和其他与业务相关的报告。你有能力比绝大多数人读得快得多。阅读是一件奇妙的事情。对于想要提高阅读速度的高中生、大学生或成年人，你会给他们什么建议？**”

回答 1：（巴菲特）

巴菲特：“你知道，这是一个有趣的问题，正如你所描述的，**我确实阅读了五份报纸和大量的 10K 和 10Q。不幸的是，我不是一个快速的读者，我不像我过去那样快速阅读。**但我不知道各种速读课的效果如何，如果它们有效的话，我真的会建议任何能提高速度的人(去尝试一下)——我希望我能比我读得快得多，查理比我读得快。

能够快速阅读是一个巨大的优势。你知道，有一个 Woody Allen 如何参加快速阅读课程的老故事，他遇到了一个人，那个人告诉他这是多么美妙：”好吧，给我举个例子。我昨晚在 20 分钟内读完了《战争与和平》。它是关于俄罗斯的。”(笑声)这就是我在尝试快速阅读时遇到的问题。我读完了关于生意这本书。所以，我真的不知道速读类课程的效果如何，但如果你认识任何朋友有一些有效的技巧，你可以了解更多这方面的知识。”

PS：

每天阅读一点，是一个收益特别高的个人长期投资。

我以前为了让自己培养阅读的习惯，还真的专门训练过快速阅读技能。

不能说完全没用，但它提供了一个思维进化路径。

我是从不喜欢阅读，在 10 几年中演变成，只反复看某领域的经典书籍，然后自己动手演练和思考。

这里面最重要的一件事，就是每天坚持读一点点，在漫长的时间里，逐渐养成阅读的习惯。

培养习惯，我花了 1 年多的时间。

整个阅读的过程份 3 个阶段：**懒、快、慢**。

懒

刚开始的时候，是一看就困，适合睡前催眠。

但为了培养阅读的习惯，我花了 3 个月，把自己关在图书馆，只做了一个计划：把所有与财务相关的书看完。

习惯养成后，其实下一步就简单多了。

但我遇到了另外一个问题，总是抓不住一本书的重点。

所以我开始了专项训练：**速读**与**精读**。

快

你们也许听过很多人说，某某某有一目十行的阅读能力，看一本书超快。

这个倒是不难，只需要稍加训练就能掌握，秘密就在于**视觉系统**和**记忆能力**。

刚开始用手指做向导，提升阅读速度，即用手指或笔指着看。

后期进化为用自己的视觉系统做向导，即 Z 字型的视觉扫描方式。

视觉扫描熟悉后，便能轻松达到一目 3-4 行。

不过这只是开始。

当你重复看一本书几遍，特别是中间加上 1-2 次精读后，之后的速度达到一目十行是很容易的。

这就是技巧和记忆的共同作用。

但是快，并不能让你懂。

一本从未看过的新书，不管你看再快，最后你也只会发现只能理解极少的内容。记忆力但在大量浏览很多领域的不同书籍后，积累的阅读经验告诉我，很多书都是没必要看的，你只需要专注经典即可。

这就又把阅读，拉回了另外一个阶段。

慢

找到你喜欢的领域，找到几本经典著作，边做边看下去。

这个过程不再关注阅读本身，而是实践和理解。

阅读本身已经不是目的，阅读成为了理解的一部分。

你可能会反复思考某一段话，会反复理解某一个观点，反复验证某一个论点或结果。

也许你会有困惑，然后你会找到其他领域的经典书籍，边看边思考同样的问题。

但终归，我们要回到另一条路上。

这就是，写作。

我现在对写作的理解是：

“写作，是训练思维能力的必经之路。”

但不是说你必须写，演讲或者向他人讲述，也能达到同样的目的。

就看你更适合哪一种方式。

费曼学习法，就是通过向他人解释概念或原理，验证自己的理解程度。

我是两种都使用，写作和讲述同步进行。

这个过程中，对某一本书，或者某个概念的阅读速度，已经降到了最低点。你不再为了阅读而阅读，而是为了深度理解而反复阅读。

破文字执

上述的步骤，是停留在文字或语言本身。

而你对某一个东西的大彻大悟，可能就发生在某一瞬间。

悟，并不是文字或语言能描述出来的。

在深度理解后，更多的东西，是你的感悟和传承。

举个例子，同样说商业模式。

你说的商业模式，和别人说的商业模式，是一样的吗？

商业模式，只是一种命名，被习惯称呼为【商业模式】。

实际上最重要的，是你对某家公司生意的感悟。

懂了后，你即使不说，也能知道他们在做什么。

这就是，懂。

回答 2：（巴菲特）

巴菲特：“**显然，你们要做的事情是在很小的时候就开始学习，因为真的没有什么比阅读、阅读、再阅读更令人愉悦的了**。查理和我做了很多。我们继续做了很多。但我做得没有我想要的那么快。查理？

芒格：嗯，**我认为我阅读的速度被高估了**。我在加州理工学院有一个室友，他的思维非常杰出，我做题的速度比他快，但他从未犯过错误，而我犯了错误。(众笑)所以，如果必须走得慢一点，我也不会太气馁。这有什么区别吗？(笑声和掌声)

巴菲特：你可能已经注意到，我们在另一个房间里有一个 15 磅重的书出售，但查理正在寻找 25 磅重的。”

PS：

多阅读，从小阅读，更广泛的阅读。

越早开始越好。

阅读所带来的投资回报，不会在 1-2 年里回馈给你。

但长远来看，是 100%受益。

至于阅读速度，都会经历从快到慢的过程。

书会越读越少，越读越精。

享受阅读，享受长期投资带来的回报。

. . . . . .

今天就这些了。

为什么巴菲特和芒格讨厌预测？

主题 | 市场波动、风险与投资心理

原发布日期 | 2026.05.21　　作者 | 年报其语

投资的起点，不在盈利，而在不亏。

.....

伯克希尔 2011 年股东大会问答环节，**股东提问：**

“Tanya Laneva，马萨诸塞州波士顿。**当你考虑长期现金流时，你会尝试预测增长吗？还是你只考虑确定性？如果你有一家坚不可摧的公司，比如可口可乐或北伯林顿，你会尝试估算增长吗？**”

回答 1：（巴菲特）

巴菲特：**“我们认为增长是投资等式的一部分，显然，我们喜欢有利可图的增长**。所以我们很想找到一种办法，比如拿喜诗糖果来说，从地理上把他从一个地方复制到另外一个地方，以及各自类似的事情等等。**我的意思是，如果我们能为喜诗找到增长的领域，它很可能会非常有利可图**。可口可乐在 200 个国家都有业务，我的意思是，他们已经成功地推行了这个(异地扩张的)政策 125 年了。

有些产品比其它产品更适合异地经营。但当我们审视一项业务并展望未来时，显然，**如果我们看到未来前景中的增长，而且这种增长对所涉及的增量资本产生了高额回报，我们会喜欢它。但我们也不排斥那些我们认为增长很少或没有增长的公司，特别是如果它的价格相对于盈利能力具有吸引力的话**。

你知道，随着时间的推移，像路博润的润滑油这类产品会有一些增长，但不会是爆炸式的增长。如果它的销量或者其它类似的东西能以每年 10%的速度增长，我们会喜欢它吗？当然。但这是不可能的。所以，这是每个投资决策中的一个因素，**因为我们真正着眼于未来的盈利能力，以及未来的资本要求。我们会充分考虑我们进入的任何业务，是否会实现盈利的增长，有时我们是对的，有时我们是错的**。但我们不排斥公司增长非常缓慢或没有增长的可能性。查理？”

PS：

这是两类最基本的投资标的：

- 未来有增长
- 未来几乎没有增长

未来有增长，前景好。这种标的理解起来更容易，比如营收增速高、ROIC 高的公司。

未来无增长，很便宜。这种标的完全不一样，属于估值特别低、特别有吸引力才行。

准确地说，两种都是好的选择。

前者，考虑获得更高的未来现金流，未来 10 年的 CAGR 可能 10-15%起步。这种情况，未来现金流折现会远超现在的估值，哪怕现在估值比较高。这是纯看未来的选择，要能洞穿未来。

后者，未来现金流稳定，每年几乎一样，纯拿分红或回购。这种情况，未来 10 年的现金流不会有啥变化，妥妥地每年吃分红就行。要想获得更高的投资收益，就必须买得非常便宜，关注静态投资回收期即可。便宜到什么程度？最好 PE 倍数只有几倍。

具体选那种？

没有绝对选择，全看价值和价格的差距。

回答 2：（芒格）

芒格：“是的，有趣的是，在我们国家，商学院教授人们如何预测未来，他们通过计算机模型来实现这些预测。然后他们在业务决策中使用它们，等等。我一直认为这些预测弊大于利。据我所知，沃伦从来没有准备过研究报告，而投资银行家准备的研究报告，我们往往不读就把它们扔到一边。**我认为，当你用计算机模型来进行未来的长期预测时，会产生一个巨大的精确错误。我们总是在脑海中做着粗略的预测，我们不做任何形式上的正式预测**。它们因为都是写在纸上，并是从电脑里计算出来的，这让一些人认为它们一定很重要。我真的认为它们造成的破坏比它们带来的好处更多。。”

PS：

大部分估值模型的预测，都是靠参数支撑，各种微调。

准确地说，精准预测是不存在的。

如果硬要用 DCF 搞精准数字，这个坑踩一踩也没有坏处，总比以后犯更大的错或者亏损来得好。

DCF 可以帮助你更好的理解现金流，但若你要想靠 DCF 模型精准预测？

还是算了吧。

回答 3：（巴菲特）

巴菲特：“我应该提一下，关于路博润，Dave Sokol 会见了 James Hambrick，我想是在 1 月 25 日，或者是什么日期，路博润已经公开预测了 2013 年的业绩。Dave 告诉我，James 也给了他一些预测，我猜是到 2015 年之类的，我想看看吗？我告诉他我完全没兴趣。我的意思是，我不想看其他人的预测。我从未见过投资银行家的预测，显示的收益没有随时间的推移而上升，请相信我，收益并不总是随时间的推移而上升。所以，你知道，这是一个古老的故事：**不要问理发师你是否需要理发。你绝对不应该问一位投资银行家，问他那些他试图出售的东西在五年内的收益是多少**。所以我对这类事情并不关心。

但是，**正如查理所说，当我们审视一项业务时，我们显然是在头脑中进行预测**。我的意思是，当我们看任何要买的公司，或任何要买的股票时，我们都会在头脑中思考，我们已经在头脑中有了一个模型，**这个地方在未来几年可能会是什么样子？然后我们的头脑中也有一些模型，关于我们能走多远**。我的意思是，有些事情我们可能做到很好，有些我们可能做得还很有限。所有这些都在发生，但我们肯定不想听任何人的预测。”

PS：

“不要问任何人，该不该买某只股票。也不要问任何人，某只股票到底会不会涨。”

“买 xxx，肯定会涨。”这就是你会得到的答案。

几乎没人会告诉你，某家公司的估值可能会更低。因为说不定他们也正盼着，赶紧来其他人接盘。

投资的起点，不在盈利，而在不亏。

至于怎么看业务，老爷子说的很清楚了：

- 未来几年会是什么样子？
- 能维持多久

总结起来就一句话：

“如果你看不懂 10 年后的样子，那就不要轻易去碰。”

. . . . . .

今天就这些了。

2012

巴菲特：利用市场先生，是查理和我发财的秘密

主题丨市场波动、风险与投资心理

原发布日期丨2026.05.29　　作者丨年报其语

“股票的魅力在于，它们确实会不时地以愚蠢的价格出售。查理和我就是这么发财的。”——巴菲特

. . . . . .

伯克希尔 2012 年股东大会问答环节，**股东提问：**

“卡罗尔·卢米斯，这个问题来自一个人，他认为伯克希尔的股票因为你谈论巴菲特规则而被压低了一些。我知道你说你对此表示怀疑，但他怀疑这个领域至少有 95%的人认为伯克希尔的股票被低估了。如果你们不认为是巴菲特规则，那么你们每个人都能给我们谈谈你们的观点，为什么股票停留在这些水平？”

回答 1：（巴菲特）

巴菲特：“巴菲特：是的。我们已经经营伯克希尔 47 年了。有四五次我们认为它被严重低估了。我们看到，在相当短的时间内，价格腰斩有至少 4 次，或者说大致减半。我要说的是：**如果你经营任何一家企业很长一段时间，总会有估值过高的时候，有时也会有估值过低的时候**。汤姆·墨菲(Tom Murphy)经营着世界上有史以来最成功的公司之一(大都会)，在 1970 年代初，他的股票售价只有净资产的 1/3 左右。而且，你知道，伯克希尔早在 2000/2001 年，每当我在年度报告中写到我们也要回购股票时，都是以我认为非常低的价格出售，而我们没有回购到任何股票。**但股票的魅力在于，它们确实会不时地以愚蠢的价格出售。查理和我就是这么发财的**。”

PS：

任何一家公司，总会有高估/低估的时候，伯克希尔也不例外。

最近一次发生在 2020 疫情年，以伯克希尔的 B 股为例：

2020 年 3 月底，股价最低触底 160 美元。

2025 年 4 月底，股价最高到了 542 美元。



但从近 20 年的历史来看，即便是 2020 疫情年的大跌，实际上也是一个小插曲，并不影响最终的价值上涨。

这就是投资的魅力。

回答 2：（巴菲特）

巴菲特：“你知道，本·格雷厄姆在《聪明的投资者》第八章中写到了这一点。第 8 章和第 20 章是你在这个世界上致富所需要做的一切。第 8 章说，在市场中，你会有一个叫"市场先生"的合伙人，他作为你的合伙人的好处是，他有点像精神病患者(笑声)，随着时间的推移，他会做出非常奇怪的事情，**你的工作是要记住，他在那里是为你服务的而不是给你建议的**。如果你能保持这种精神状态，那么市

场先生每天为世界上每一家主要企业向你提供的成千上万的价格，实际上，他犯了很多错误，他犯错误的原因各种各样。**当他在任何特定时间，主动提出以相同的价格向你买卖任何特定的证券的时候，你所要做的就是偶尔满足他的要求**。”

PS：

第 8 章，市场先生。

第 20 章，安全边际。

看待市场先生的方式，决定了我们的交易风格。

市场先生每天为全球股市中交易的公司，向你提供不同的报价方案。

你既可以选择按照每天的价格波动交易，也可以选择完全忽略它，只按自己心目中的估值做决策。

市场先生每天都有高估和低估的情况发生，你要做的只是从中找到你理解的“低估”，然后等待赚钱。

找到你能理解的机会，就这么简单。

回答 3：（巴菲特）

巴菲特：“但最重要的是，**你做决定是基于你对业务价值的思考是什么**。如果你的买卖决策是基于你认为一家企业的价值，而且你坚持只买卖，**你有充分的理由认为你可以估值的企业，那么你在股票投资方面就会表现出色**。

股市是世界上最乐于助人、最赚钱的地方，因为你什么都不用做。你知道，你坐在那里看着，数千家企业被买卖双方以相同的价格交易，而且价格每天都在变化，你已经获得了很多关于这些企业的大量信息，而你不必做任何事情。**你只需要把它和你手头上的其他投资机会进行比较**。”

PS：

你能理解一家公司，就能理解公司的估值。

剩下的，只是比较，也就是机会成本。

合起来就是三个常识：

- **理解公司**
- **粗略估值**
- **优中选优**

巴菲特对此的解释是：

“如果你拥有一个农场，你旁边的人也拥有一个农场。你想要买下他的农场或者其他什么，他不会每天给出一个价格来购买你的农场，或卖给你他的农场。”

农场，即股票。

你理解“买股票，就是买公司”，股票在你眼里就是业务、生意、农场。

否则，股票就是每日资金博弈的交易凭证。

怎么选？

格雷厄姆给过答案：**“选你可以驾驭的方法。”**

不存在对错，只有适不适合。

. . . . . .

今天就这些了。

巴菲特：我过去犯的错，收购衰落的企业

主题丨投资决策、机会成本与组合选择

原发布日期丨2026.06.01　　作者丨年报其语

“真正赚钱的是成长中的企业，这才是重点所在。我永远不会花很多时间去评估一家衰落的企业，我称之为雪茄烟蒂的方法。”——沃伦·巴菲特

. . . . . .

伯克希尔 2012 年股东大会问答环节，**股东提问：**

“我是诺曼·伦特罗普，来自德国波恩。沃伦，非常感谢你对自己的健康状况如此坦诚。你在我的思念中，在我的祈祷中，我希望你彻底痊愈。我已经跟随你很久了，但在帕萨迪纳不能问问题了，我希望你也能给我一个详尽的回答，查理。(笑声)**我的问题是，你如何评估衰退企业的价值？**你说的是世界百科全书业务被 Encarta 拖垮，或者零售业被亚马逊和其他比价购物公司颠覆。”

回答 1：（芒格）

芒格：“想让我回答这个问题吗？**它们的价值远不及成长中的企业**。(笑声)**但如果有大量现金流产出，那它们仍然很有价值**。”

PS：

今晚的问题也比较简单，如何给衰退的公司估值？

芒格最干脆：“不要估。”

因为衰退的企业，价值远不如成长企业。

尽然如此，为何还要纠结于衰退行业？

这是一个常识。

价值的判断，在于未来现金流的多少。

衰退和现金流减少，这是两个不同的概念。

行业也许会衰退，但其中的龙头公司有可能活成唯一、唯二的寡头，其未来现金流可能会不降反增。

这种情况下，企业的价值没有减少，反而还增加了。

举个例子，煤炭行业。

煤炭行业目前的状态，就是夕阳行业中的现金牛。

回答 2：（巴菲特）

巴菲特：“**一般来说，远离衰落的企业是值得的**。这很难。你会对我们所提供的业务感到惊讶，你知道，我不想让查理不高兴，但他们说，这只是 EBITDA 的六倍，然后他们预测了一些没有任何意义的未来。

如果你真的认为一家企业正在走下坡路，大多数时候你应该避开它。现在，我们有几项业务正在走下坡路。你知道，报业是一个衰落的行业。我们将在那件事上付出代价。我们确实认为我们非常了解它。我们将为此付出代价，但这不是我们在伯克希尔真正赚钱的地方。

真正赚钱的是成长中的企业，这才是重点所在。我永远不会花很多时间去评估一家衰落的企业，我称之为雪茄烟蒂的方法，你可以从你找到的雪茄烟蒂中免费吸一口。事实并非如此——**将同样多的精力和智慧带给其他类型的企业，只会带来更好的结果**。所以除非有特殊情况，**我们的一般反应是避免新的烟蒂**。”

PS：

巴菲特早期使用的是【烟蒂股】方法。

既然是烟蒂，这些公司的情况自然不会太好。

在芒格的帮助下，巴菲特转向了伟大的企业。

就像巴菲特说的，与其花时间看一家衰落企业，为何不将同样的时间，用在伟大的公司上？

两者带来的结果截然不同。

有一个好办法是：

只研究好公司，然后再找属于你自己的机会。

不过这个方法看似容易，实际上容易犯错。

因为你看着看着，很可能会尝试突破自己的极限，去看一些不那么好的机会，然后押注于更大的反弹。

错误，往往就是这样发生的。

伯克希尔，就是巴菲特用来时刻告诫他自己的。

巴菲特都如此，何况我们。

. . . . . .

今天就这些了。

巴菲特和芒格：很多事我们不做，但我们能赢

主题 | 投资决策、机会成本与组合选择

原发布日期 | 2026.06.02　　作者 | 年报其语

少做，多等。

只需持续做一两件有效的事，你就能赢。

看巴菲特和芒格，如何解释做少数、且有效的事。

. . . . . .

伯克希尔 2012 年股东大会问答环节，**股东提问：**

“这个问题来自比尔·诺兰，来自爱荷华州西德梅因的股东。我们中的很多人都对伯克希尔购买什么感兴趣，但显然你不会告诉我们。利用查理的"反过来想、反过来想、总是反过来想"原则，也许你可以帮助我们建议要避免和远离什么，具体来说，**在当今的投资世界中，什么让你觉得愚蠢、热门、不可持续、疯狂或愚蠢？**”

回答 1：（巴菲特）

巴菲特：“是的，我想我会把它描述为，**我们试图远离那些我们不理解的东西**。当我说不理解的时候，并不是我不理解某个企业是做什么的。**当我说"理解"时，这意味着，我对 5 年或 10 年后的盈利能力和竞争地位有一个合理的定位**。因此，**我对行业将如何发展，以及公司在行业中的地位有了一些概念**。好吧，这就排除了一大堆公司。除此之外，**如果价格是疯狂的，即使我理解它，也会排除一批公司**。**所以你会得到一个非常小的可选范围**。特别是当我们用很多钱投资时，你有一个特别小的范围是一个极大优势，就像我们现在这样。

但是至少在过去的 30 年里，我不记得我们买过一次新的 IPO 的股票，对吗，查理？

芒格：“我想不出一个。”

巴菲特：“一个都没有。有人今天把一些公司拿到市场上出售，卖家可以选择什么时候上市，而这种股票将会将宣传成世界上最便宜的，你知道，这简直是无稽之谈。”

芒格：“然后，当它收取 7%或更高的佣金时就更荒唐了。”

PS：

很有趣的一段对话，但巴菲特和芒格告诉了我们一些有用的方法：

- 远离不理解的东西
- 远离价格疯狂的东西
- 远离 IPO 的公司
- 远离高佣金的东西
- 新兴行业慎重考虑

这些都是**“不做清单”**，想清楚什么不做，比一股脑的干，更重要。

什么是“理解”？

巴菲特对此有一个简单解读：

“当我说‘理解’时，这意味着，我对 5 年或 10 年后的盈利能力和竞争地位有一个合理的定位。因此，我对行业将如何发展，以及公司在行业中的地位有了一些概念。”

这句话看似简单，但它是伯克希尔的文化传承。

其中的关键点是：

- **对公司 5-10 年后的盈利能力和竞争地位能看懂**
- **对行业未来如何发展、公司在行业中的地位有所了解**

这两个问题看似简单，但它是伯克希尔的文化传承。

今年是阿贝尔主导的第一年，在今年的伯克希尔股东大会上，我的搭档代表我两，在现场向阿贝尔问了这个问题：

“阿贝尔，请问你如何判断公司未来的现金流以及确定性？”

阿贝尔回答：

“如果我们不理解 10 年后它会是什么样子，我知道沃伦会这么说，我也这么说，那么我们就不做。”

就是这句话，让我相信阿贝尔传承了巴菲特：

一切以理解未来 10 年为基准，这就是所谓的“懂”。

你们也可以用这个标准，作为判断的标杆，测试自己对某公司或某行业的理解程度。

什么是“价格疯狂”？

答案也很简单，判断安全边际。

安全边际并不是单纯指价格和价值的差距，这只是针对当下的价格判断。

更重要的是，你在理解的基础上，能否看懂未来 10 年的价值总和。

换句话说，某公司未来 10 年，总共能创造大概多少现金流总和。

判断未来现金流，就是基准。

回答 2：（巴菲特）

巴菲特：“是的，这很荒唐。所以你知道它不可能是最吸引人的东西。但人们对即将发生的事情和诸如此类的事情感到兴奋。**我可以向你保证，在世界各地的股市中有成千上万的机会，大多数都没有被推广或以特别佣金或其他方式出售，而那些卖方选择特定日子进入市场销售的新发行股票，相对于那些已经在二级市场交易的股票，都不值得花 5 秒钟去思考。所以我们从不会考虑 IPO 的股票。**

我们也知道，有些新兴行业可能会有美好的未来，但我们根本不知道谁会是赢家，所以我们也不考虑新兴行业。所以有很多事情我们没有考虑到。**查理和我有一些筛选标准，在我们愿意考虑它们之前，事情必须很快通过这些筛选标准**。有时我们被认为是粗鲁的，可能查理比我更经常被这样认为(笑声)。因为人们会打电话给我们，他们开始向我们解释一些想法，但连第一个筛选标准都无法通过。所以我

们只是礼貌地说，我们只是没有兴趣，我们不想让你把这句话说完。我们认为我们在节省他们的时间(笑声)。但我们就是这么做的，对吗，查理？”

芒格：“是的。”

PS：

“我们不考虑 IPO 的股票。”

这点容易理解。因为在上市后，公司的财报和经营数据才会公布，商业模式的细节才会披露，才能看到公司对外的大概模样。

在没有跟踪几年，或者公司证明自己之前，直接买 IPO 更像是赌。

这不符合考虑未来 10 年现金流的思维方式。

新兴行业就更不说了，在前景明了前，很难判断最终的赢家是谁。

就像现在的 AI，几年前谁会想到，Anthropic 会超越 OpenAI 的估值？

英伟达现在主导 GPU，但未来几年其他大厂又会如何突破这个垄断？

在判断前，先把远离的事搞清楚，避开这些东西。

剩下的，自然就是你需要做的**【少但有效的事情】**。

这就是筛选的标准，特别符合芒格**“凡事反着来”**的逆向思维方式。

回答 3：（巴菲特）

巴菲特：**“我们不需要做很多有效的事情**。我是说，这就是这个行业的魅力所在。你不必会拼写 500 个单词或其它什么，就能在拼字比赛中获胜并击败其他人。**你只需要时不时地做一两件事，而且把它做得很好，这样你就不会犯大的错误，然后，你会得到一个好的结果。你不能犯大的错误，这是我们极力去避免的**。我们永远都不想损失伯克希尔的大部分净资产，到目前为止我们还没有。

芒格：我认为有几条经验法则。如果它有很大的佣金就不要理它。因为支付很高佣金的人给你很大优势的机会很低。第二，我认为，反过来想也是有帮助的，作为一个很好的角度，**看其他聪明人正在购买的东西。这并不是一种疯狂的搜索方法，而是作为一种筛选机会的方法**。

巴菲特：**查理认识我的时候，我总是以最快的速度拿到了格雷厄姆·纽曼的报告。(笑)你知道，如果格雷厄姆·纽曼在做什么，那肯定值得我花时间去看一看**。

芒格：沃伦让很多他甚至不认识的人变得富有。他们只是单纯的通过模仿他。”

PS：

芒格不反对抄作业，反而支持。

这也是一种筛选机制。

但我觉得有一个前提是我们要搞清楚的：你正在使用的方法是什么。

投资，投机。

两者选择和判断标的的思维和方向，是不一样的。

你明明想几个月赚个 10 倍股，却说自己在执行长期投资策略。

张冠李戴，是造成投资失败的很大一个原因。

打着长期投资的幌子，干着每天赚取 10-20 个点的快进快出。

这样大概率是会亏损的。

……

今天就这些了。

巴菲特：同样 100 万，我们能比以前干得更好

主题丨能力圈、阅读与长期学习

原发布日期丨2026.06.03　　作者丨年报其语

持续学习，回报远超你的想象。

如果你不确定持续学习的意义，看看我今天的这篇分享。

.....

伯克希尔 2012 年股东大会问答环节，**股东提问：**

“嗨，沃伦和查理。我是来自德国的 Thomas Schulz。**你曾经说过，如果你现在有 100 万美元可以投资，你每年可以获得 50%的回报**。鉴于你现在所知道的，你将如何能够在你刚开始合作时已经非常出色的表现的基础上进行改进？”

回答 1：（芒格和巴菲特）

巴菲特：“好吧，查理，你可以向他们坦白。(笑声)但我认为他可能会进一步说明这一点，即我们在管理中学到了什么，**因为我们现在用 100 万美元，可以比当时用 100 万美元做得更好，我想说答案是肯定的**。你认同吗？”

芒格：“是的，我认为这是真的。疯狂已经够多了。**如果你有无尽的时间，却只有很少的钱，我想你可以找到办法做得很好**。”

巴菲特：“是的。在 50 年左右的时间里，我们可能学到了更多，或者说接触到了更多，**我认为，如果我们回到 100 万美元，我们会知道更多值得关注的地方**。”

芒格：“好的，我要说的是伯克希尔的有趣之处，你们中的许多人已经在伯克希尔投资了很长时间，你们实际上已经看到了它的发生，**如果沃伦没有一直学习、学习、再学习，伯克希尔的记录与它的表现相比会很糟糕**。我的意思是，每一个十年，为了使记录体面，他必须学会做一些他在十年之初还不知道怎么做的事情。我认为这就是他的真实状况，当然，他变老了。我很担心他。”(笑声)

PS：

持续学习，是我认为一辈子最重要的事。

从年初啥也不会，到现在可以独立 vibe coding 出我想要的分析智能体。在 AI 的帮助下，我感受到了肉眼可见的进步。

在持续研究公司和商业模式的过程中，我可以肯定的回答：

“同样的初始资金，若干年后，你的实际处理一定会比几年前更好。”

但前提是你要持续学习。

巴菲特和芒格的回答，已经很明确了。

但绝大部分人是不止要这么点内容的，他们想问：

“把你 50%的收益方法告诉我，这才是我要的。”

方法其实不难。

从 1994 年到 2012 年的股东大会实录，我认为在 2000 前后，巴菲特和芒格对投资方法的节解读最多，特别是：

- 商业模式
- 好生意的本质
- 现金流折现和估值

配合巴菲特的读年报、芒格的持续阅读，我个人的体会是：

任何一家公司或行业，你都能研究的很好，但要达到深度理解的程度，时间是最大的敌人。

我近期的年报阅读行业是快餐，主要有四家公司：**达美乐**、**麦当劳**、**肯德基**、**墨式烧烤**。

去年的年报我也读，但今年读下来的感觉完全不一样，特别是在 AI 的帮助下。

很多分析的细节、风险的理解，和去年完全不是同一个东西，我最大的感受是：

“几家公司的竞争优势和风险，明显看得更深；能用简单的常识，理解优势的来源和持续性。”

不能说看到很远很远，但 5 年没问题。

本身快餐行业的变化不大，除了 GLP-1 等健康结构的影响外，也没有其他大的竞争。

饮食习惯和结构的调整，不是一两天就能改变的。

就像麦当劳的商业模式，用同样钱你几乎很难复制。

你可以做出一种新口味的汉堡，但商业地产的核心资源，麦当劳已经拿到，且都是 10-20 年以上。

除非麦当劳让出来或无法续约，否则你只能找其他位置，而且初始投入可能还更大。

汉堡提成和收租模式，即便有类似的，但能把租金做成核心利润来源的，少之又少。

加上几十年的品牌心智占领，竞争对手很难再轻易模仿出另一家“麦当劳”。

最近又接到很多问如何分析公司的问题，我统一回答：

1. 从最初的招股书和年报开始，一份一份的看
2. 想省点时间，年报直接看四部分：

- 商业模式
- 管理层讨论与分析
- 四张财务报表
- 附注仅用于查缺补漏

3. 不懂的直接问 AI，但不要直接相信 AI 给的数据：

- AI 网络引用数据可能有污染
- 仅引用准确的数据来源
- 尽量问深层次原因

举个例子，你向 AI 提问时，可以这么问：

“造成 xx 的原因是什么，你深度思考后，给出深度原理解读；若有多个层次的影响，直接触达最根本的常识，用常识来解读。在解读时，用寓言故事的方式说明事实，在故事的最后揭晓谜底。最后用一个段落总结全部的常识和问题。”

如果可以，你可以把你的独家分析方法，蒸馏成你独特的 skill 或 workflow。

让 AI 帮你干粗活、累活，你只负责验收和做判断。

整个过程也很简单，把你做分析的流程，用最详尽的步骤写下来，然后丢给 AI，让 AI 帮你完成自动化的创建。

前期的 AI 学习成本较高，但后期收益无限大。

持续学习的意义，不就有了吗。

.....今天就这些了。

2013

巴菲特：我们不会只根据\"数字\"购买任何公司

主题丨投资决策、机会成本与组合选择丨能力圈、阅读与长期学习
原发布日期丨2026.06.04　　作者丨年报其语

不断学习，顺带发现机会。

量化指标，并不是买入某公司的绝对依据。

.....

伯克希尔 2013 年股东大会问答环节，**股东提问：**

“嗨，沃伦和查理。Vincent Wong，来自西雅图。当人们分析一只股票时，他们中的很多人都会看量化指标，比如市盈率、净资产收益率、资产负债率等等。那么，**巴菲特先生，当你分析一只要购买的股票时，你最关注的五个量化指标是什么，每个指标的首选数字是多少？**谢谢。”

回答 1：（巴菲特）

巴菲特：嗯，我们关注的是数量和质量。我们不是关注股票的各个方面，我们关注的是企业的各个方面。有这样的心态是非常重要的，我们正在收购企业，无论我们是购买 100 股股票还是购买整个公司。我们总是认为他们是企业。因此，当查理和我翻阅《价值线》，或者查看我们办公桌上的年度报告，或者阅读报纸时，不管它是什么，首先，我们确实对许多行业和许多公司有累积的知识，但并非知道所有的知识。各种指标数字有不同的重要性，这取决于业务的种类。

我的意思是，如果你是一名篮球教练，如果你走在街上，一个身高只有 5 英尺 4 英寸的人走过来说，"你应该给我报名，因为你应该看我如何打球的"。那么你可能会对它有一定的偏见。但可能有一些球员只要站在那里，你就知道他是那块料。但总的来说，我们会说，"好吧，祝你好运，孩子，但是我们正在寻找 7 英尺的球员。"然后，如果我们找到 7 英尺的球员，我们必须担心看看他的协调性如何，并设法让他们留在学校，诸如此类的一些事情。但我们看到的某些东西会向我们大声呼喊，让我们看得更远或想得更远。

PS：

看股票的时候，都当成是在研究企业。

这一点在短期和长期投资上，有根本性的不同。

最大的差异是时间线。

因为跟踪企业不是几天时间，而是以 1 年为单位起算。

理解企业不是看看资料就能搞懂，需要花相当长的时间观察、思考和验证，才有可能得出结果。

《价值线》总共分类 80 多个行业，平均每个行业 10-20 家企业起步。

如果你看《价值线》的一页研究报告，可能半年就能看完 1000+公司，但你也只能看个大概。

如果想深入研究，单个公司要看的资料，是几十份上百页的报告起步，还不算你思考的时间。

所以我一直认为积累的过程，实际上也是一种考验耐心的煎熬过程。

没有耐心的人，很难完成更深的积累。

同一个行业的竞争对手，你必须要一家一家看完并对比后，才能知晓彼此间的竞争优劣。

真不是一两句总结，就能轻易说明白的。

回答 2：（巴菲特）

巴菲特：多年来，我们积累了关于各种业务的知识背景，我们也得出了这样的结论：我们无法对所有业务进行明智的分析。但通常一些不起眼的事实会进入我们的视野，让我们重新思考一些事情。

有人提到，当我在浴缸里泡澡的时候，我是如何产生购买美国银行优先股的想法的，这是真的。但浴缸真的不是关键因素。(笑声)事实是，我在 50 多年前读过一本名为《银行传》(BiographyofaBank)的书。这是一本伟大的书，关于 A.P.Giannini 和美国银行的历史。我关注美国银行，也关注其他银行，你知道，有 50 年了。1960 年代末，查理和我曾经买下了一家银行(伊利诺伊国民银行)。我们曾在芝加哥四处奔走，试图收购更多的银行。

因此，从银行的角度来看，我们考虑的某些事情与我们购买伊斯卡时考虑的不同。因此，没有放之四海而皆准的方法。当我们收购一家保险公司时，我们会考虑一些事情，当我们收购一家依赖于品牌的公司时，我们会考虑一些事情。有些品牌很适合流行，可口可乐就是一个很好的例子，而有些品牌则不适合推广流行。而且，你知道，我们只是不断学习这样的事情，然后时不时地我们会找到一些机会。

PS：

说的很清楚，没有一概而论的通用法则。

在看完《价值线》分类的几个行业后，我明显发现：

同一行业的优秀公司，都有自己独特的竞争优势，但彼此间又会有明显的不同。

虽然都能创造现金流，但是现金流的来源是截然不同。

同一个行业尚且如此，跨行业就更不说了。

公司相互间的借鉴没问题，但我能肯定地说：

“一家伟大的公司，必然有别人复刻不了的独门秘籍。”

找到这个点，才能理解公司商业模式的核心。

如何不断地放大和深度理解？

很简单。

不停地学习新东西。

顺便发现属于你的投资机会。

回答 3：（巴菲特和芒格）

巴菲特：在 2011 年美国银行受到很多可怕的谣言的影响，我的意思是，很多的短期利息，士气很糟糕，以及其他一切。我突然想到，伯克希尔的投资可能对银行有帮助，也可能对我们有意义。那时我

从未见过 Brian Moynihan，也许我在某个活动、某个聚会上见过他，但我不记得了，我也没有他的电话号码，但我给他打了个电话。这样的事情发生了。这并不是因为我精确的计算了一些价格，市盈率或市净率或其他什么。这是因为我对公司在五年或十年后会是什么样子有一些想法，我对这种判断有相当大的信心，因为价格和价值之间存在相当大的差距，而且差距很大。查理，你能详细说明一下吗？

芒格：我们不知道如何仅仅通过查看财务数据并根据比率做出判断来购买股票。我们可能会受到一些数据的影响，但我们需要更多地了解公司的实际运作情况。在筛选方面，计算机可以做的任何事情，我知道我从来没有做过。你用电脑筛选东西吗？

巴菲特：不。我不知道该怎么做。(笑声)

PS：

“我明白公司 5-10 年后是什么样子。”

在考虑公司的问题上，这句话就是最后的答案。

对此我之前是一知半解，模模糊糊的理解。

但现在我非常清楚这句话的目的。

对一些简单的生意，比如快餐，是可以看到 5-10 年后的样子的。

明白了这些，未来现金流就清楚了，粗略估值结果也就有了。

价值和价格的判断，是自然而然出来的。

至于财务数据，是在考虑公司过程中，帮助我们倒推理解和验证的。

你能理解商业模式，便能理解现金流的流动。

现金流的流动，会带动会计的账务处理，在会计准则的框架下。

如果你对商业模式的理解，和你看到的财务数据结果，两者间有巨大擦差距。

那一定是某一头出了问题。

在这一点没有确认前，你直接用财报数据计算的东西，大概率会误判。

因为财务舞弊，每天都在发生。

先了解公司，再使用数据。

巴菲特很早前就说过，离开对公司的了解，财务数据本身没有用。

回答 4：（芒格和巴菲特）

巴菲特：这有点难以精确，因为我们并不经常使用电脑。我们在筛选一切，但这并不像我们坐在那里说，我们想看看低于账面价值的价格，或低市盈率，或诸如此类的东西。我们看待企业的方式，就像有人进来向我们出售整个业务一样，然后我们试着思考，这个地方在五年或十年后会是什么样子，我们对此有多大把握。大多数公司我们并不知道答案。我们不知道十年后哪家汽车公司会被淘汰，也不知道哪家公司会死死地撑着。你知道，我们观察了汽车行业 50 年，这是一个非常有趣的行业，但我们不知道如何在这样的事情上很好地预见未来。

芒格：我们认为，BNSF 铁路公司在 15 年后仍将拥有竞争优势，我们对此高度自信。无论苹果的财务报表如何，我们永远不会对它有那么大的信心。这太难了。

巴菲特：是的。就产品的售价或任何东西而言，我们不知道十年后的石油公司会怎么样。我想说，我们对 BNSF 铁路、GEICO 保险或其他一些我不会说出名字的公司几乎有 100%的信心。

PS：

你不需要对每个行业都了如指掌，也做不到。

每个人都有自己熟悉的领域，从这个熟悉的领域开始。

再去多去看看别的行业，或公司年报。

看得越多，理解越深。

关键在于积累。

追踪公司和行业，都是以年为单位。

我推荐一个我正在使用的方法，选 5-10 个当前盈利能力最强的行业，每个行业从中选取 2-5 家公司。

然后一家一家地看，最后做一次同行业对比。

每完成一个行业后，再开始下一个行业。

一年下来，可以积累 30-50 家优秀公司的追踪记录。

到了第二年，你就清楚该继续追踪哪些公司了。

这种笨方法，除了慢以外，几乎全是优点。

就看你的耐心了。

回答 5：（芒格和巴菲特）

芒格：智商非常高、擅长数学的人自然会寻找一种只需看一眼数学就能知道该买什么证券的系统。但投资没那么容易。你真的必须了解这家公司和它的竞争地位，以及它的竞争地位是什么的原因，而这往往不是数学所能揭示的。

巴菲特：是的。这不是我从本·格雷厄姆那里学到的东西，将股票视为企业一部分的基本想法，以及对市场的态度等等，绝对仍然是教义的一部分。如果我只是试图通过数字来管理，我不知道我该如何管理资金。

芒格：你会做得很差。(笑声)

巴菲特：是的。就是这么简单。(笑)

PS：

“投资没那么容易，你真的必须了解这家公司和它的竞争地位，以及它的竞争地位是什么的原因。”

这个问题上，相信芒格即可。

投资的确不容易。

巴菲特的理念，更是一辈子没变：

- 股票，即企业的一部分
- 市场先生
- 安全边际

在理解企业未来 5-10 年的基础上，用现金流折现估算出一个粗略的估值，然后和当前的价格做比较。

价值，或价格。

一目了然。

.....

今天就这些了。

2014

巴菲特的低估信号：净资产的 120%

主题丨内在价值、估值与安全边际

原发布日期丨2026.06.09　　作者丨年报其语

回购提示信号：**上限 1.2 倍 PB。**

巴菲特说的这个回购信号，就是账面价值或净资产的 1.2 倍及以下。

昨天聊了伯克希尔 2026 年一季度的最新 13F。

对于 Macy's（梅西百货）和 TMHC（Taylor Morrsion Home）来说，伯克希尔的建仓和收购，都正好在两家公司账面价值的 100%-120%左右。

这不是巧合，而是严格的执行。

.....

伯克希尔 **2014 年**股东大会问答环节，**股东提问：**

“杰伊·盖尔布(JAY GELB)。沃伦，**这个问题是关于伯克希尔的内在价值**。在年度信中，**你似乎强烈暗示伯克希尔的股票被低估了**，尤其是相对于内在价值而言。除了股票回购，伯克希尔还可以采取什么行动来缩小当前股价与内在价值之间的折让？例如，你会考虑让伯克希尔的单个运营部门进行首次公开募股吗？”

回答 1：（巴菲特）

巴菲特：“最后一部分的答案是否定的。但是我想试图解释，我的猜测是，我从来没有见过一份年度报告像伯克希尔那样使用"内在价值"这个词，甚至没有见过一份年度报告像伯克希尔那样谈论其部门或业务的内在价值。所以，查理和我真的花了相当多的精力来解释我们的哪些业务在账面价值与业务的真实价值或内在价值之间确实存在重大差异。

例如，在过去的一年里，我对 GEICO 保险的情况非常具体。我说过，GEICO 的净有形资产价值约为 10 亿美元，但其实际内在价值可能高达 200 亿美元。如果五年或十年后，这个数字会变得更大，我也不会感到惊讶。所以我们已经讨论过了。”

PS：

“内在价值”一词，指：

“某公司未来 10 年以上现金流，按照合适折现率，折现至今的总和。”

换句话解释：

“某公司在未来 10 年以上，能够创造的现金流之和。”

两位老头解释的东西，始终围绕两个概念：

- 生意和现金流
- 能看懂的未来 5-10 年

能理解这些的，知道在说什么。

理解模糊的，或许还不完全明白什么是创造未来现金流。

对此嗤之以鼻的，各走各的路，因为赚钱的方法千千万万。

巴菲特提到 2014 年的 GEICO，净有形资产价值 10 亿美元，内在价值有 200 亿美元。

这里是一个未来现金流的创造区间：

- 未来 10 年每年至少创造 20 亿美元的现金流
- 未来 20 年每年至少创造 10 亿美元的现金流

2014 年，GEICO 的税前承保利润约 12 亿美元。

按照这个实际数字，GEICO 的内在价值就是在上述区间中。如果加上浮存金的增长，这个数字当年会接近 20 亿美元。

内在价值的大致估算就是这么得来的，非常简单。

5%-10%的静态折现概念中：

- 5%是最低机会成本，比如国债等无风险利率。
- 10%是要求的最低平均收益率，比如 S&P 500 的平均收益

剩下的就是对生意的理解，能否看懂未来 5-10 年。

2014 年距今刚好过去 11 年，GEICO 在 2025 年的实际情况是：

- 税前承保利润 68 亿美元
- 浮存金净增 50 亿美元
- 内在价值不会低于 700 亿美元

巴菲特 10 多年前说的，现在回头看，基本上没差多少。

内在价值的理解和使用，就是**对生意和现金流的理解**。

也是**对估值、价值和价格的理解**。

回答 2：（巴菲特）

巴菲特：**“我们说过，我们愿意以账面价值 120%的价格回购股票，不仅愿意，而且渴望回购股票。好吧，现在账面价值接近 2300 亿美元，这显然意味着我们认为目前股价仅超过账面价值 450 亿美元(大约是这个数字)**，那么相对于内在价值，我们得到了一个便宜的价格。但我们永远不会尝试给出一个确切的数字，因为我们不知道一个确切的数字。首先，它每天都在变化，虽然每天不是很多，但在过去的几个季度和几年里肯定会发生变化。第二个原因是，如果你让查理和我坐在这里写下伯克希尔内在价值的数字，我们可能误差会在 5%之内。但我们之间的误差甚至可能不会在 1%以内。

很明显，120%是一个响亮的数字，我们认为这个数字大大低于内在价值，否则我们不会用它来回购股票。只有当我们能够以低于内在价值的价格回购股票时，我们才相信需要回购股票。一些公司比如可口可乐谈到购买股票以覆盖发行的期权，但这实际上并不是买入股票的最好理由。我的意思是，股票可能定价过高，即使你发行了期权，你也不应该买进。但这已经成为整个美国公司的口头禅，如果你购买股票来覆盖行使期权，你就否定了对股东的稀释。但是，如果你以 90 美分的价格购买一美元的钞票，你是在帮你的股东的忙。如果你以 1.10 美元的价格购买，你根本没有帮到他们。查理？”

PS：

以账面价值 120%的价格回购股票，即：

- 1.2 倍 PB（市净率）
- 1.2 倍净资产（账面价值）

两个的意思都一样，这个在 2012 年致股东信中有专门说明。

截至 2013 年 12 月 31 日，伯克希尔的账上净资产是 2250 亿美元左右，市值约 2900 亿美元。

实际上在 2013 和 2014 年，伯克希尔的估值都曾接近 1.2 倍净资产，但巴菲特和芒格并未开启回购。

原因除了那两年美股估值过高以外，巴菲特将钱花在了别的地方，收购了**亨氏（Heinz）**、**BNSF 铁路**和**伯克希尔能源（BHE）**，都是百亿美元级别。阿贝尔也是在 2013 年露脸，回答能源相关问题的。

这又是一个典型的机会成本选择和操作。

直到多年后的 2018 年，巴菲特才彻底修改了这一僵化的硬性规定，改为“只要两位高管（巴菲特与芒格）一致认为股价低于内在价值”即可实施回购，这又开启了伯克希尔后续数百亿规模的大回购时代。

……

今天就这些了。

巴菲特罕见的翻车事件

主题 | 市场波动、风险与投资心理

原发布日期 | 2026.06.10　　作者 | 年报其语

是什么让巴菲特说出了这句话？

“所有的企业都应该不断地思考，什么会破坏他们的商业模式。”

.....

伯克希尔 2014 年股东大会问答环节，**股东提问：**

“这个问题来自 Michael Locheck。他说，能源未来控股公司(Energy Future Holdings)可能的破产原因是钻井技术革命导致天然气价格意外大幅下跌。你认为伯克希尔投资组合中持有的其他资产，如债务、股权等，在多大程度上，**可能会受到破坏性技术或其他变化的影响，而这些变化会侵蚀商业模式和进入壁垒**？

例如，消费者行为和监管的变化可能会影响可口可乐。支付系统的变革可能会影响美国运通，技术和竞争格局不断变化的速度可能会影响 IBM，媒体内容的无线传输和城市化可能会对 DirecTV 直播卫星系统造成破坏。**你能否评论一下，EFH 公司的一些投资方(包括最好的私募股权公司 KKR)的参与是否促成了你的投资决定？是从众心理的程度在起作用吗？从这次经历中可以吸取什么教训？”**

回答 1：（巴菲特）

巴菲特：**“我不愿意与任何人分担我决定投资 EFH 公司的错误**。我认为任何暗示他们与那个决定有任何关系都是非常不公平的。那只是我的一个错误。这是一个重大的错误，我们将来还会犯错误。

所有的企业都应该不断地思考，什么会破坏他们的商业模式。

对于 EFH 公司来说，这是一个相当简单的假设，但事实证明是错误的。我的意思是，他们假设天然气价格将大致保持在原来的水平或更高，但实际上价格却低了很多。就在那时，整个公司都坍塌了。他们有大量的资产储备，他们有一些期货头寸，这让他们活了一段时间。但这是一个基本的错误。”

PS：

EFH，全称 Energy Future Holdings，德州能源未来控股公司，也是巴菲特罕见承认投资失败的案例。

伯克希尔最终在这个项目上，抹去了 8.73 亿美元的税前利润。

也就是说，巴菲特白纸黑字承认，亏了近 9 各亿。

用巴菲特自己的话来说，他犯了一个极其低级的“常识性宏观假设错误”。

虽然他和芒格经常说不预测宏观经济，但其实他也被眼前的巨额利益蒙蔽了双眼。

故事发生在 2007 年。

简单说，EFH 发行了大量垃圾债券（High-yield Bonds）筹资。

巴菲特看到这些债券的收益率非常诱人，于是在没有咨询芒格的情况下，私自做主买了 EFH 约 21 亿美元的无担保高级债券。

结果.....

憋了一坨大的。

巴菲特当时的小算盘是：

- EFH 是一家垄断性的电力公司，现金流极其稳定
- 这些债券每年给出 15%的税前收益率
- 只要 EFH 不破产，伯克希尔就能躺赚巨额利息

但天有不测风云。

美国页岩气革命爆发了。

在德州电力市场，电价高度和天然气价格挂钩。

EFH 公司的核心资产，是大量的燃煤发电厂和核电站，而燃煤发电的成本是相对固定的。

大佬的假设是：

天然气价格维持在高位

↓

德州市场电价维持在高位

↓

EFH 用廉价的煤炭发电，卖出高额的电价

↓

赚取暴利，轻松偿还巨额债务利息

想法很性感。

结果喃？

水力压裂技术的成熟，美国天然气产量瞬间过剩。

天然气的价格，从 2008 年最高超过 13 美元，一路雪崩。

到了 2012-2014 年期间，长期待在 2-3 美元的历史低位。

天然气价格便宜了，导致德州的整体电价暴跌。

EFH 卖电的价格跌到没边儿，但当初却背了 400 多亿美元的债务。利息是固定的，必须付起走。

营收暴跌，利息坚挺。

由于前后端的夹击，EFH 的现金流瞬间就枯竭了。

虽然巴菲特在 2013 年将持有的 EFH 债券全部低价清仓。

但最后，伯克希尔依然这个项目上，净亏损 8.73 亿美元。

这也是为什么巴菲特在股东大会上留下了这句话：

“所有的企业都应该不断地思考，什么会破坏他们的商业模式。”

因为破坏你商业模式的，也许不是你的直接竞争对手。而是你认知范围之外（比如某项新技术）的降维打击。

这件事，芒格都懒得说他了。

回答 2：（巴菲特）

巴菲特：“我们认为我们所有的业务都会发生变化。

GEICO 保险就是一个经典案例。GEICO 在 1936 年开始以低成本运营，并通过降低汽车保险这一必需品的价格，将这些低成本转嫁给客户。他们最初是两名政府雇员通过美国邮政局，通过邮寄服务做到的。这就是 GEICO 名字的由来。

多年来，他们必须适应市场的变化，他们首先适应了不断扩大的保险类别。他们和客户的沟通主要从邮件转到了电话，后来又转到了互联网和社交媒体。但在经营过程中，他们也有过跌跌撞撞，因为他们要去适应，当他们离开 GEICO 保险公司擅长的领域时，1970 年代他们一度对扩张过于激进，几乎濒临破产。

因此，变化一直在发生，我们所有的业务都在发生变化。**我们希望管理者能够思考变化，以及他们未来的商业模式需要做出什么应对**。我们知道，五年或十年之后，它们看起来会不同。我的意思是，BNSF，像铁路这样的基础设施，正在大力发展液化天然气机车。一切都会改变。

我们的业务通常是凭实力做生意，它们通常不会受到快速变化的影响。但它们都会受到变化的影响，当然，缓慢的变化可能更难察觉，有时这会比那些快速的变化更容易让你丧失防备。

所以在回答这个问题时，我想说，我将来会犯错误，这是肯定的。我们不会做出任何像"赌公司赢或孤注一掷"这样的决定，因为这些决定会给我们带来真正的痛苦。这在伯克希尔是不会发生的。但是你不可能在不冒着犯重大错误的风险的情况下做出很多决定。但偶尔这样做也会表现得很好。

你必须对你的企业正在发生的事情保持高度警惕，我们希望我们的经理能够做到这一点。但实际上，这是查理和我，以及我们的董事们，以及我们的经理们将要考虑的事情。查理？”

PS：

再来看巴菲特后面说的话：

任何业务都有可能变化。

我们也必须时刻警惕变化带来的影响，不管是快速影响，还是缓慢影响。

自然也就想得明白了。

还是芒格来得实在：

“通过学习，一点一点逐步地消除自己的无知，是非常可取的。此外还有另一个技巧，那就是努力摆脱你的错误。我们在这两方面都做得很好，这是非常有用的。”

犯错是肯定的，但不能让错误一直继续。

摆脱错误，才能学习正确。

我们往往怕的不是犯错。

而是一遍又一遍的犯同样的错误。

. . . . . .

今天就这些了。

孩子问你怎么赚钱，你不知道该怎么回答？看看巴菲特和芒格的观点。

主题丨能力圈、阅读与长期学习

原发布日期丨2026.06.22　　作者丨年报其语

孩子问你怎么赚钱，你不知道该怎么回答？

看看巴菲特和芒格的观点。

.....

伯克希尔 2014 年股东大会问答环节，**股东提问：**

“下午好。Diane Wilen 来自佛罗里达州的好莱坞。我在公共教育领域工作了 35 年。我担心的是，我认为我们需要做更多的工作，**让我们的孩子和年轻人积极地学习理财知识，特别是考虑到我们社会中许多成年人每天都面临着严重的财务压力。我的问题是，你认为金融知识应该成为我们国家学校课程的标准部分吗？如果是的话，你认为应该多早开始？你认为一些最重要的学习目标是什么？**”

回答 1：（巴菲特）

巴菲特：“当然是越早越好。我的意思是，习惯在每个人的生活中都是一种强大的力量，当然，良好的理财习惯也是如此。你知道，我经常看到这种情况。我每天都会收到一些人的来信，他们犯下了某种财务上的疯狂行为，但他们并不知道这是一种疯狂行为，你知道，**他们没有接受过这样的教育。他们的父母没有教他们。把自己从财务文盲可能导致的困境中解脱出来，你知道，你可以用你的余生来做这件事**。所以我非常赞同你所说的。

我们已经做了一点。我不知道你是否在展厅里看到了我们的《秘密百万富翁俱乐部》的动画片。你在很小的时候就想和人交谈。查理和我很幸运。**我的意思是，我们在我们的家庭中得到了它，所以，你知道，我们在餐桌上学习它，在我们知道我们在学习什么之前。这在很多家庭中都会发生，但在很多家庭中却不会发生**。”

PS：

2014 年股东提问：“学习理财知识，应该什么时候开始？”

这个问题是我觉得最有意义的一个。

提问的人也很现实：

“考虑到我们社会中，许多成年人每天都面临着严重的财务压力。”

所以答案自然也是明确的：

越早开始越好。

问题在于，是不是每个人都有机会早点开始？

必要不是。

我太赞同巴菲特的这句话了：

“很多人没有良好的理财习惯，也没有接受过类似的教育，他们的父母也没有教他们。”

这是大部分人的现状。

因为不是每个人，生下来就有机会，从小获得理财教育。

即便是在生活已经较为宽裕的今天，这个问题依然存在。

想要把自己从财务文盲的困境中解救出来，可能要花一辈子来完成。

我最大的感受是，对财富的理解，更多的是从小受父母的影响。

如果父母没有这种意识，一个几岁、十岁出头的小朋友，想要理解并知道理财，是一件多么困难的事。

不知道你们看过一档英国的真人纪录片没有：

《人生七年》（英文原名：《7 up》）。

我印象最深刻的，就是那三个接受精英教育的 7 岁小孩。

因为在 1964 年的那个年代，当一个小孩口中说出：

“I read financial papers everyday.”（我每天读金融报刊）

可想而知，也许只是在萌芽期，但他们的财富意识已经在开始积累了，即便他们只是读着玩儿。

其实从采访中可以看出，他们并没有只是读着玩儿。

所以家庭对小朋友潜意识中的理财影响，可以说是巨大的。

父母对理财的正确认知，恰恰是影响小朋友最多的地方。

而这种理财意识，如果从小到大都没有受过正确引导的话，等我们成年后想要从头培养，难度不是一般的大。

因为成年人的世界，没有容易二字。

回答 2：（巴菲特）

巴菲特：“你提到了儿童金融知识。**成人的一个大问题是，成人不懂理财。你很难比你的父母更聪明或有更好的习惯，除非通过学校解决，也许学校是你最好的选择，但这是可以做到的，很多事情可以通过电视或互联网来完成**。但养成良好的理财习惯真的很重要，我认为任何你可以通过学校系统很早就做的事情，你知道，肯定会得到我的赞成票。查理？

芒格：我不确定是不是学校的错。**我会把大部分的错误归咎于父母**。(掌声)我认为最有力的例子是父母的行为。”

PS：

成年人的理财教育和意识观呢？

巴菲特和芒格的答案是：

“你很难比你的父母更聪明，或有更好的习惯，除非通过其他途径解决。”

学校是培养人才的好地方，但培养理财观念却不一定是最好的。

理财观的培养，除了家庭和家族外，最好的地方是社会和自我觉醒。

如果你没有家庭托举，没有资源铺路，没有天赋开路。

唯一的办法，就是纯靠自己学习和理解。

再难，也要走出一条路。

……

今天就这些了。

2015

投资拼的不是方法，而是自己独有的盈利空间

主题丨投资决策、机会成本与组合选择

原发布日期丨2026.06.29　　作者丨年报其语

接下来，我会尽快完成伯克希尔，最后 10 年的股东大会实录解读。

伯克希尔的最后十年，关于原理和操作性的问答，已经很少了。

. . . . . .

伯克希尔 2015 年股东大会问答环节，**股东提问：**

“非常兴奋在这里看到我的超级明星。我是来自中国的 Leo，是你和查理的忠实粉丝。许多中国投资者对价值投资感到各种各样的业绩压力、质疑，甚至嘲笑。**许多人还认为，价值投资并不适用于中国，因为中国股市在过去六个月里翻了一番**。我想问一下巴菲特先生，**您认为价值投资是可以广泛应用于所有市场，还是像美国那样，只应用于成熟的市场？你对价值投资者有什么建议，让他们顶住压力并保持乐观？**谢谢？”

回答 1：（巴菲特）

巴菲特：我不确定我是否听懂了所有的问题，但查理会帮助我的。我当然认为投资原则并不局限于国界。因此，如果我在中国或其他任何地方投资(印度、英国、德国)，我会运用我从《聪明的投资者》中学到的完全相同的原则。我认为股票只是生意中的一小部分。我认为股价波动对我有利，而不是对我不利。我会试着把我的注意力集中在我认为我了解他们所拥有的竞争优势的企业上，以及他们在五年或十年后会是什么样子。所以我认为我根本不会改变原则。也许查理可以详细说明剩下的部分。

芒格：中国人历来都很有创业精神，但他们一有机会就会大肆赌博，这给中国股市带来了巨大的波动。当事情变得活跃和繁荣时，就像我们在美国的互联网热潮一样，中国看起来很像硅谷。我认为，中国最好是重视价值投资者，而不是沉迷于投机浪潮。因此，在中国越是效仿伯克希尔的运营方式，那么对中国就越有利。(掌声)

PS：

《聪明的投资者》中的原则就那么几条：安全边际、市场先生、投资与投机。

但我更喜欢《证券分析》中的两条概念：

“投资和投机，关键在于你能驾驭哪一种方法。”

“当价格极度低估时，投资和投机的选择是一样的。”

这更像是一种选择，而不是争论。

没有绝对的对与错，二元论并非最后的选择，**关键是在两端中找到属于自己的平衡与空间**，这就是属于你的盈利区间。

至于巴菲特强调的几点原则：

- 股价波动有利
- 了解竞争优势
- 看 5-10 年后的样子

特别是看一家企业 5-10 年后的样子。能做到的，当然最好。做不到的，也不要说这个不现实。

因为可能真的只是你不懂而已，你可以尝试看看自己真正能看懂的东西。

看得越远，你盈利的空间，真的会大很多。

这不是一句玩笑话。

我倾向于，投资是一场**估值的游戏**。

这个游戏的核心在于：**价值与价格的错配**。

这种错配可能是一瞬间（短期），也可能是 10 年以上（长期）。

想要盈利，就看你是否能抓住你看得懂的机会。

至于机会是长期或是短期，我觉得并不重要。

回答 2：（巴菲特）

巴菲特：是的。具有讽刺意味的是，如果我们在一个人们非常愚蠢地操作的市场中运作，我们将在几十年里做到最好。人们对短期事件和夸大的事情的反应越强烈，任何让人们极度兴奋或极度沮丧的事情，实际上，这就是让人们在证券上赚大钱的原因。

另一方面，这对一个社会来说并不是最好的事情。在过去 50 年的时间里，在美国有几个时期，可能最不寻常的是 1973-1974 年，你可以买到比 2008-2009 年更便宜的股票，这让查理和我受益匪浅。而且，你知道，市场波动那么大是没有道理的，但这就是永不改变的人类行为方式，而且在未来 50 年里，他们将继续这样做。我的意思是，如果你是一个年轻的投资者，你可以后退一步，把股票视为企业，在价格非常便宜的时候进行投资，不管别人在电视上说什么或者你在阅读什么，也许，如果你愿意，在人们非常热情的时候卖出，这真的不是一个很难的智力游戏。如果你能控制自己的情绪，这真的是一个很简单的游戏。

正如查理所说，我们已经谈过一点，中国市场可能比美国有更多的投机影响，因为这是一个相对较新的正在发展的市场，它可能会走向更极端，但这也会产生巨大的投资机会。查理？

PS：

对于年纪 20 岁前后的年轻人，我认为巴菲特的建议值得学习。

因为绝大多数的年轻人，赚快钱、赚大钱的心态都是满的。

事实上，年纪轻轻便能跻身前列的人，都是寥寥无几的。

以我近十年在大学教课的经历看，绝大部分的大学生，对自己未来毕业的薪酬期望，基本是 8000-10000 起步。

都认为自己只要在大学里面努力，一定可以拿到这样的薪水。

实际呢？

我们先看一个数据：

2025 届本科毕业生，平均月收入为 6,435 元。

2025 年超 1,200 万的大学毕业生，除了那些挤入前 10%的学生，有多少人是被这个平均工资平均了？

10 年前如此，10 年后依然如此。

挣钱的机会，不是比哪个快。

我给我侄女的建议就是，想清楚自己的喜好，最好是能做一辈子的事。

花 10 年去磨练这项喜好，精心的打磨。

不要关注别人怎么怎么样，每个人的人生路都是不一样的。

你只管按照自己的方式前进即可。

关键在于精心的打磨，而不是关心别人是否比我更快。

至于保研、考研、留学、科研、考公、国企或者其他，都不是唯一的。

重点是你的喜好，更适合哪一条路，我们就全力托举你往哪走。

回答 3：（巴菲特）

芒格：是的。但在非自然的繁荣之后，过度和严重股价收缩中存在着巨大的投资机会。

我认为中国抑制投机热潮是明智之举，我认为中国人也是如此，我认为价值投资永远不会过时。当你买东西的时候，谁不想要有价值的东西呢？除了价值投资，还有什么是有意义的呢？

巴菲特：但它从来没有那么受欢迎。(笑)

芒格：人们正在寻找一种更简单的方法。这是一个错误。它看起来更容易，但实际上更难。滥用股票会带来很多痛苦。

巴菲特：是的。没有人买农场或公寓是为了在下周或下个月赚很多钱。他们购买它是基于他们对长期未来的看法。如果他们对此进行了合理的计算，并且购买价格看起来很有吸引力，他们就会购买它，然后他们不会每天或每周或每月甚至每年都得到报价。这可能是一个更好的看待股票的方式。

PS：

把股票视为企业，在价格非常便宜时购买。

这其中最难的一点，就是时间。

企业挣钱的速度，以年为单位。

如果你买卖股票的时间远小于这个单位，比如 1 个月。

难道 1 个月内，随便一家企业的情况，就能轻易发生翻天覆地的变化？

然后下 1 个月，又翻天覆地的来一轮新的变化？

没有人买农场或公寓是为了在下周或下个月赚很多钱。他们购买它是基于他们对长期未来的看法。如果他们对此进行了合理的计算，并且购买价格看起来很有吸引力，他们就会购买它。

这就是巴菲特的答案。

凡事有个过程，任何操之过急、看似暴利的东西，大概率都是接盘侠的游戏。

. . . . . .

今天就这些了。

出身决定大部分的命运，但不是成功的基石

主题丨能力圈、阅读与长期学习

原发布日期丨2026.06.30　　作者丨年报其语

出身很重要。

芒格再次提及家庭出身的重要性，以及对他和巴菲特成功的帮助。

.....

伯克希尔 2015 年股东大会问答环节，**股东提问：**

“你好，Chander Chawla 来自旧金山。巴菲特先生和芒格先生，感谢你们在过去的 50 年里分享你们的智慧，成为正直的典范。50 年前，**当你开始或进入新行业时，你是如何为一个你之前没有经验的新行业制定运营指标的？**”

回答 1：（巴菲特）

巴菲特：“嗯，从某种意义上说，我们当时没有考虑到这一点。**但我们基本上是在寻找那些我们认为能够理解未来 5 年、10 年或 15 年后会是什么样子的公司**。这并不意味着我们必须精确到小数点后四位或诸如此类的东西，但我们必须对它有一种感觉，我们必须知道我们的局限性。所以我们远离了很多东西。

在那个时候，价格与现在是不同的，所以当时我们知道我们的钱是足够的，这是一个比现在容易得多的决定。我们没有计划会议或任何类似的东西。**我们只是不停地阅读，不停地思考，不停地观察发生的事情**，就像查理在电影中描述的那样，你知道，比较机会 A 和机会 B。**在那些日子里，我们的资金有限，所以如果我们要买别的东西，我们通常不得不卖掉一些东西**。你知道，这总是一个有趣的挑战，**当你衡量你所持有的东西和已经出现的东西时，看看哪个更有吸引力。我们可能更倾向于，我们觉得我们肯定会得到一个不错的结果**，而不是我们希望得到一个辉煌的结果。跟着我们的直觉走，一直把一只脚放在另一只脚前面。查理，你会怎么说？”

PS：

80 多岁的巴菲特和芒格，对投资概述从未变过：

- 理解一家公司 5-10 年后的样子
- 持续阅读、思考、理解
- 机会成本

就这几句话，讲了几十年了。

最难的是第一句话，理解五到十年后的可能性。

也许你会问，怎么才能看到未来的五到十年？

举个例子。

这就像你自己熟悉的专业一样。

我以前是干审计的，所有与会计、审计相关的理论体系，我全部精通。

假如你问我，财务领域未来 10 年会是怎么样的？

我可以立刻回答你，会比现在提效十倍以上。

因为 AI 时代的到来，风险的挖掘和提示，数据的处理和分析，已经不需要那么多的人力资源来堆了。

以前是靠人堆的年代，现在是 AI 干活，人工复合的时代。

我自己都已经在这么干了。

所以几年后的机构，大概率是会用更成熟、便捷的本地大模型，处理自家的数据，经人工复合确认后使用。

这个层级关系是：

1. 代码

2. LLM

3. 人工

只是随着 LLM 大模型越来越强，代码的分量在减少，LLM 的使用在增加，但人工复合的占比不会变。

我已经搭建好个人数据库的雏形，现在开始正式跑上百家公司，累积公司数据。

而这些在以前是根本不敢想像的。

AI 所带来的个人提升，绝对远超你的想象。

我懂财务领域的东西，也会使用 LLM 创造个人价值。

这两者合起来的东西，就是我对财务领域十年后的理解。

如果你看不懂这些，或者不会使用 AI，或者不会用 AI 创造个人价值。

你自然对未来十年无从谈起，也就无法理解看懂五到十年是一个什么样的概念。

从这一点出发，你也需要明白，持续阅读、学习、思考和理解，绝对不是一句空话。

有多少人已经停下学习和自我提升的脚步？

有多久没有学习一项新东西？

有多久没读完一本书了？

想要不落下的唯一办法，就是不停的往前走。

回答 2：（巴菲特）

芒格：“嗯，这正是我们所做的，而且效果非常好。部分原因是因为我们是如此出色的人，工作如此有建设性，部分原因是我们有点幸运。我们运气不错。现在，**沃伦说他很幸运能去 GEICO，但并不是每个 20 岁的年轻人都会去华盛顿特区，敲着空荡荡的大楼的门，试图找到他好奇的东西**。因此，**我**

们通过好奇和探索智慧而获得了一些运气，我们当然会向其他人推荐这一点。当你犯错的时候，没有什么比让你自己的鼻子受到重击更能彻底地产生智慧了。我们有很多这样的例子，不是吗？”

巴菲特：“我们有很多这样的例子。如果你回顾我们的历史，你会看到其中的一些。**我们以为我们了解巴尔的摩的百货商店业务，我们以为我们了解邮票交易业务。我们有很多与坏企业打交道的经验，这会让你欣赏好企业。在某种程度上，它提高了你区分好与坏的能力**。一路走来，我们玩得很开心，这非常有帮助。**如果你喜欢你正在做的事情，你知道，你可能会得到一个比你每天早上咬紧牙关去上班更好的结果**。”

PS：

最后这两段话，芒格说的非常准确，道出了绝大部分人的一身：

- **兴趣**
- **出身**

你可以问问自己，你现在正在做的事，是你自己真正的兴趣所在吗？

一身的追求？

绝大部分人的答案，可能都是否。

或者，想要或部分在做自己感兴趣的事，但被各种事情困扰、阻拦。

追求自己的兴趣，绝对是追求卓越的必经之路。

但现实呢？面包呢？

巴菲特年轻时能够毫无顾忌的追求自己的东西，有很大一点要取决于他当时的出身。

至少我认为，不是每个人都有机会，从几岁开始就能接触并发现世界最前端的东西。

还记得之前提过的英国真人纪录片吗？

《人生七年》（英文原名：《7 up》）。

这部纪录片开始拍摄于 1964 年，巴菲特出身于 1930 年。

整整早了 34 年。

1964 年，34 岁的巴菲特，正处在投资生涯的关键上升期。此时的他，合伙基金已成立 8 年，个人资产达到约 400 万美元，基金回报率超 27%。

如果你觉得《人生七年》中精英家庭的小孩样本不够典型，那巴菲特就是精英中的精英代表，而且早了 34 年。

所以出身当然会直接决定你的基础上限，但你后期的成长依然要付出代价。

巴菲特也犯过无数错。

百货商店、邮票交易、踩坑，包括伯克希尔纺织业本身，都是犯错的代价。

但同时，当你具备足够多的与坏企业打交道的经验后，自然你也就明白什么才是好企业。

你的判断能力，很大一部分是由犯错换来的。

任何错误都不犯，就能拥有卓越的判断力，这个世界上不存在这样的人。

回答 3：（巴菲特）

芒格：“**我认为我们得到了家庭背景的帮助，因为我们来自有一些令人尊敬的人的大家庭，与来自其他家庭背景的人相比，我们更容易识别出值得尊敬的人**。所以，我已故的妻子过去常说，**你不可能在一代人的时间里完成很多事情**。我们两个人都欠我们成长的家庭一大笔钱。**相比那些家庭背景弱势的人，我认为良好的家庭帮助我们更容易识别好人**。你同意吗，沃伦？”

巴菲特：“是的。你父亲的公文包还在吗？”

芒格：“我仍然拥有它，但我不知道它在哪里。(笑声)我再也拿不动了，它已经磨损了，上面有洞。”

巴菲特：“我有一张 75 年前我父亲的办公桌。”

PS：

芒格总是很直接，对任何事、任何人都一样。

“相比那些家庭背景弱势的人，我认为良好的家庭帮助我们更容易识别好人。”

一句话，家庭背景帮了他和巴菲特很多。

但无需过多在意这个问题，想要改变未来，一代人不够，那就两代人来做。

新中国成立至今的发展，本身是活生生的例子，从一穷二白跃升为 世界第二大经济体 。

不要抱怨时代，成长的困境，从来都是弱者的借口，强者的动力。

……

今天就这些了。

2017

伯克希尔：内在价值和账面价值的判断标准

主题丨内在价值、估值与安全边际丨财务质量、现金流与资本回报
原发布日期丨2026.07.03　　作者丨年报其语

不得不说，进入 2010 年之后，伯克希尔股东大会的问答中，投资理论和理念的东西越来越少了。

2017 年，巴菲特再次提到账面价值和回购标准问题，距离他最终取消 120%的硬性回购标准，只剩下一年。

. . . . . .

伯克希尔 **2017 年**股东大会问答环节，**股东提问：**

“这个问题是关于伯克希尔的内在价值。公司价值的很大一部分是由经营业务驱动的，而不是证券投资组合的表现驱动。此外，以前收购的企业价值没有与其经济价值挂钩，包括 GEICO 保险、中美能源和 BNSF 铁路。基于这些因素，**每股账面价值是否仍然是衡量伯克希尔估值的一个相关指标**？”

回答 1：（巴菲特）

巴菲特：“嗯，**它有一些相关性，但是它的相关性比以前要低很多**。我不想降低每股账面价值影响因子，**但随着几十年的推移，市场价值往往具有更重要的意义**。这是个新的起点。而且很明显，**我们的证券组合并不比我们当时所持有的价值更高**。另一方面，我们也有你提到的那种生意。但是我们有一些小企业，它们的价值是我们账面价值的 10 倍左右，你知道，它们的价值是什么。我们也犯了一些大错。但**我认为最好的方法当然是计算内在商业价值，但这不可能很精确。我们认为 120%账面价值低估的概率非常高**。

不过，如果都是有价证券的话，120%就太高了。但随着业务的发展，随着我们在经营业务中建立的出于会计规则需要而未经确认的价值，账面价值作为我们内在价值使用的某种基础价值数字仍然有一定作用。如果它是一家私人公司，我们这里有 10 个人拥有它，相反，我们会每年坐下来，一个一个地计算业务，并以此作为基础价值。但是如果你和我们一样有这么多标准，那样评估就太主观了。因此，**我认为最简单的方法就是使用我们现在使用的标准，但要认识到它们的局限性**。查理？”

PS：

2017 年也算是伯克希尔一个标志性的转折点。

在巴菲特和芒格的主导下，伯克希尔正在从一家**以股票投资为主**的公司，进化成一家**以控股经营实体企业为主**的庞大商业公司。正是这种进化，使得传统的账面价值（Book Value）开始失真。

早期巴菲特的投资风格，非常倚重账面价值这个指标，因为他要考虑**【买的便宜】**这个最关键的问题。

而且早期的伯克希尔，报表上全是股票，像可口可乐、美国运通等等。在早期的会计准则核算中，这些股票被记录为可供出售金融资产，其公允价值的变化会直接反映在净资产中。

这个时候，伯克希尔的账面价值，与其内在价值是高度关联。

到了伯克希尔后期，公司变成了收购、控股为主，大量收购全资子公司，比如铁路公司 BNSF、盖可保险 GEICO、能源公司等等。

收购后的公司，其账面价值和市场价值间，就会开始出现差距。具体来说，这是会计处理造成的。

我们以早期收购的喜诗糖果为例。

当年买下喜诗糖果 See's Candies 之后，该公司在伯克希尔报表上的资产价值，**被固定在了当年的收购成本**。

但几十年过去了，这笔投资已经带来了税前几十亿美金的回报。

你可以这么理解，喜诗糖果几十年前每年赚几百万美金，现在每年赚几千万美金。

也就是说，这种拥有高资本回报率的优质企业，凭借经济护城河，利润和现金流翻了几十倍。

只要巴菲特和芒格不出售，喜诗糖果在伯克希尔资产负债表上的账面价值就不会有啥大的变化。

实际上呢？

喜诗糖果的内在价值和市值，肯定远比当初收购时的价格大得多，这就造成了巴菲特说的：

“实际价值（内在价值）已经是账面价值的 10 倍，但在财务报表上【未经确认】”。

随着伯克希尔控股业务（自主经营）的比重越来越大，伯克希尔的内在价值，自然就远远大于其账面价值。

这就关系到巴菲特提到的股票回购背景，因为巴菲特早期一直坚持一个硬性回购标准：

只要伯克希尔的股价，跌到每股账面价值的 1.2 倍（120%）以下，他就会用现金进行大规模回购。

如果是二级市场公开交易的股票（也叫有价证券），股票本身就是就是按照当下的市值反应。如果用 1.2 倍的价格回购，等于溢价 20%买市值，肯定是不划算。

以上情况的标准做法是，考虑**【安全边际】**和**【买得便宜】**。这其实属于首次购买一家公司股票时，价格和价值间的差距思考。

但伯克希尔的现实是，公司下面收购的控股业务很多。

就像我们前面解释的喜诗糖果，这些已经被收购的公司，在伯克希尔的账面上，实际是被严重低估了（收购成本远低于市值）。

所以即便股价是账面价值的 1.2 倍，由于伯克希尔拥有众多**“10 倍于账面价值”**的子公司存在，其实际股价依然远低于伯克希尔的内在价值。

在这种情况下，以每股账面价值的 1.2 倍（120%）以下回购，对留存股东来说就是占了大便宜。

那为什么不干脆放弃账面价值？

巴菲特自己也说，最准确的方法是用现金流折现（DCF），逐个去计算伯克希尔旗下几百家子公司的内在价值。

但如果公布这样一个数字，主观性就太强了。

折现率、10 年 CAGR、二阶段的永续增长率等，稍微改下参数，估值结果就会有巨大变化。而伯克希尔作为公众公司，就会严重误导市场。

所以哪怕账面价值有很大的局限性，但它依然是一个客观的、可度量的、保守的**【下限基准】**。

最低价值，就是伯克希尔当年收购时花的钱。

回答 2：（巴菲特）

芒格：“是的。我认为，**通过保险公司持有的公司股权，抵消了这些公司列示的市值，因为它们被锁在一个高税收体系中，所以真的不值全部市场价值(卖出要交资本利得税)**。所以，基本上，**我喜欢我们的有价证券占比下降，而我们的经营业务占比上升**。”

巴菲特：“是的，我们正在为此努力。**我们已经这样努力了 30 年了**。”

芒格：“我们干得还不错。**我们已经用价值高得多的不可销售证券取代了很多可销售证券**。”

巴菲特：“是的。除此之外，这也是一种更令人愉快的运作方式。”

芒格：“是的。我们认识很多人，否则我们不会这么做。要与喜欢的人在一起。”

PS：

用以前的股票，换来更多自己完全掌控的生意。

这就是伯克希尔的做法。

芒格说得很清楚，这里面有另外一个被市场忽略的财务背景：

股票浮盈的背后，是潜在税负（Deferred Tax Liability，递延所得税负债）的影响。

伯克希尔持有的股票资产，比如苹果、可口可乐等，大部分都是通过旗下的保险公司（比如 GEICO）持有。

在财务报表中，这些股票都是按“实时市场价值”（即公允价值），计入总资产当中。

但实际情况是，这些股票不值报表上写的那个数。

因为伯克希尔想把这些股票变现，就必须卖掉它们。而一旦卖出，在当时的美国税收政策下，需要缴纳非常高的企业资本利得税，大概在 35%左右。

也就是说，伯克希尔报表上看起来值 100 亿的股票，变现卖出后实际到手的现金，可能只有 70 亿样子。

这就形成了芒格说的“高税收锁定的体系”。

然后我们再回头来看芒格的解释：

“所以基本上，**我喜欢我们的有价证券占比下降，而我们的经营业务占比上升**。”

也就想得明白了。

因为上述原因，芒格更喜欢伯克希尔，直接去买内生增长的“经营业务”（全资控股公司）。

控股公司赚的钱可以内部配置，不需要通过卖股票触发巨额资本利得税。

而且控股（自主经营）业务，能持续创造不受市场波动影响的现金流，且会计账面记录更保守，安全边际更高。

.....

今天就这些了。

2018

巴菲特：商业价值和会计处理是两回事

主题丨财务质量、现金流与资本回报

原发布日期丨2026.07.07　　作者丨年报其语

大部分普通投资者，都很难区分：

什么是商业价值思考，什么是会计财报披露。

因为这是两回事。

.....

伯克希尔 2018 年股东大会问答环节，**股东提问：**

“这个问题来自股东 Jack Ciesielski。**他是一位著名的会计专家**，多年来一直撰写"会计观察"。巴菲特先生，在今年的股东信中，你对要求公司对其投资持有的股票使用市值的新会计规则有严厉的评论。**出于分析的目的，你认为伯克希尔报告的净收益将是无用的。我想和你争论一下这个问题。一个公司的收益报告难道不应该列举在一个会计期间发生在公司内部的一切吗**？损益表不应该像一份客观的书面信息，告知股东那段时间在管理层下发生了什么，显示管理层为增加股东价值做了什么，以及外部力量可能对公司产生了什么影响？如果证券增值了，公司和股东肯定会更好。而如果证券价值下降，他们的情况肯定会更糟。这些变化无疑是真实的。在我看来，像一些公司忽视重组成本那样忽视变化，是对股东信息的删减。那么我的问题是，你会如何回答我说的话？？”

回答 1：（巴菲特）

巴菲特：“好吧，我回答 Jack 的是，**如果我们有 1700 亿美元的部分所有权的公司，我们打算拥有几十年，而且我们预计随着时间的推移将变得更有价值，我们在资产负债表中反映了市值，那么这些公司的标价，每季度在损益表中上下波动还有何意义呢？**同时在大多数情况下，我们拥有的业务已经变得更有价值，而且自从我们买下它们，以一个极端的例子 GEICO 为例，**我们以 5000 万美元买下其一半的股份，我们在每季度是否需要将其市值计入损益表作为一个评估过程？**就评估而言，这样做并没有错。但就净资产价值的损益而言，这是封闭式投资基金或开放式投资基金会做的事情。

但是，如果我们的 60-70 项业务，每个季度我们把这些业务的价值通过损益表计算，随着时间的推移，显然我们很多业务的价值是我们支付价格的 10 倍，但是我们应该如何逐个季度通过损益表来计算它们的价值，**99%的投资者可能把净收益看成是有意义的，就一年中从业务中产生的收益而言，我认为这将有极大的欺骗性**。在你刚才看到的今年第一季度数字中，我们有历史上最好的经营收益，但我们的证券下跌了 60 亿，每天通过损益表计算，你会说我们可能在周五赚了 25 亿美元。好吧，如果你让投资者、评论员和分析师以及其他所有人根据这些净收益数字，来试图对各季度的收益，以及未来几年的收益进行精确预测，我认为你通过损益表这些数字来分析是非常不利的。”

PS：

提问的人是一名专业会计师。

会计师、投资者、普通人，三者对待利润和价值的方式，其实是不一样的，因为理解不一样。

站在会计师的视角，利润表需要客观记录当年的盈利事实，所以只要资产的价值发生变化，无论涨跌，都应该如实反映在利润当中。

这就是对股东的坦诚。

然而实际情况是，不同的商业模式，应该适用不同的财务披露方式。

至少巴菲特也是这样认为的。

因为伯克希尔不是开放式公募基金，随时都要面临基民赎回、需要按每日净值清算。

伯克希尔是一家长期控股型的实业与投资集团，其目标是买入并几十年持有，那些能持续产生现金流的优质企业，最好是能直接买下来。

举个例子。

假设伯克希尔持有苹果公司 10%的股票，注意看：

1. 会计师的准则适用

假设某个季度美联储突然加息，苹果股价被动下跌了 15%。此时，伯克希尔的账面上，账面价值蒸发了 100 亿美元。

此时会计准则的要求是，伯克希尔把这 100 亿直接扣减当季的净利润。

哪怕该季度伯克希尔旗下的保险、铁路业务赚了 70 亿美元，最终交出来的季报还是巨额亏损 30 亿美元。

所以伯克希尔真的亏了吗？

肯定没有。

2. 巴菲特的商业实质

苹果公司的真实经营状况，和股价的走势完全相反。

可能那个季度苹果的 iPhone 出货量大增，全球市场份额反而扩大了，现金流大幅提升，其内在价值实际上是增加的。

但问题在于，公司的股价不是这么反应的，因为市场先生是疯的。苹果公司的股价，很可能会在短期内剧烈波动。

如果我们将这种与经营完全脱节的波动，按照会计准则的要求，计入了当季的利润中，它其实破坏了利润表**“反映企业盈利能力”**的初衷。

从以上两点可以明显感觉到：

“会计处理，价值体现，是两个不同的东西。”

我给大家一个会计人的思维总结：

“纯粹的会计师，是无法站在商业价值的角度，理性思考问题的。因为大部分的会计师，都陷在会计准则的束缚中，无法对企业估值做出较为真实的判断。”

这就是为什么，你问身边的会计师怎么做账，他们很厉害。但涉及企业估值，一片空白。

并不是会计师的专业知识不够，而是会计准则和商业实质，是两个完全不同的东西。

虽然会计原则要求会计师“根据商业实质做出判断”，但是“懂商业实质”的会计师，又有几个呢？

回答 2：（巴菲特）

巴菲特：“我认为，**在资产负债表上记录有价证券价值是可以接受的，这样可以获得有价证券的市值信息，但我们的经营业务我永远不会这样做**，比如，**如果我们要出售一半 BNSF 铁路，我们可以把它变成一个有价证券，这将看起来像我们一夜之间赚了一大笔钱。或者如果我们每三个月对它进行一次评估，并把它的数字写高写低，第一，它可能会导致各种操纵，第二，它只会导致任何普通投资者完全混乱。我不想以这种方式接受信息，因此我也不想以这种方式发出信息。**查理？”

芒格：“嗯，对我来说，显然应该注意估值的变化，过去和现在它一直都是直接进入净资产的数字。所以提问者并不了解他自己的职业。(笑声和掌声)我不应该那样说话，但偶尔也会说漏嘴。”(笑声)

巴菲特：“有时他甚至会推它一把。(笑声)好的，Jonathan？”

PS：

上一篇文章，我们用喜诗糖果做过一个解读，这也是巴菲特和芒格的观点：

“既然你要求有价证券，每个季度都按照市值波动计入利润。那我们几十家控股非上市公司（比如，BNSF 铁路、GEICO 保险、See’s Candies 喜诗糖果等等），全部已经比买入时增值了 10 倍、20 倍，我们是不是也应该每个季度，找评估师给它们重新估值，然后把估值的上下波动，全部计入利润表？”

以 GEICO 保险为例：

1996 年，伯克希尔以 23 亿美元彻底私有化 GEICO。

2018 年，GEICO 的商业价值（如客户基数、承保利润、品牌护城河），可能已经飙升到了 500 亿甚至 1,000 亿美元。

这几百亿美元的市值涨跌，要不要每个季度都记进利润表？

少量持有的有价证券，会计上按市值计算，那是因为金额可能不大。

但对控股公司，会计的做法是直接合并报表，而不是每个季度估值，记录巨大的估值波动。

为什么？

不就是因为给一家公司估值很难吗。

会计准则有意思的地方在于：

“BNSF 铁路和 GEICO 保险，是伯克希尔 100%控股的非上市公司，它们是按照会计准则的【成本法/权益法】核算。这些公司的价值如果涨了，是直接藏起来的，因为对外披露不这么计算。

但如果持有一部分可随时买卖的苹果、可口可乐股票，其持仓市值的变化，却必须每季度在利润表记录下来。”

这就是会计准则的双重标准，它反而让利润表失去了可比性。

所以巴菲特常说，99%的普通投资者、媒体评论员和分析师，都过度依赖净利润和每股收益等单一指标，来预测公司未来的盈利能力，甚至直接进行估值。

. . . . . .

今天就这些了。

巴菲特：投资苹果的原因和对回购的看法

主题丨资本配置与股东回报

原发布日期丨2026.07.08　　作者丨年报其语

“非凡的产品，庞大的生态系统，且产品极具粘性。”

这是巴菲特自述投苹果的原因。

但真正让苹果估值持续攀升的推手，除了持续强大的盈利能力外，还有每年近100%的回购计划。

.....

伯克希尔2018年股东大会问答环节，**股东提问：**

“沃伦，你已经买入又卖出了IBM。你称赞Jeff Bezos但从未购买亚马逊。你还对苹果公司进行了加倍的投资。**你能告诉我们苹果公司的优势是什么吗？鉴于你有时对回购持批评态度，你认为苹果公司花1000亿美元回购，还是按照你通常喜欢的方式去购买其他生产性企业会更好？**一千亿美元是一大笔钱。”

回答1：（巴菲特）

巴菲特：“我以前也这么认为。(笑声)

苹果有一个令人难以置信的消费产品，你比我更了解它。

除非他们认为他们的股票售价低于他们的价值，否则他们根本不应该回购股票。如果他们的售价低于他们的价值，而且他们有钱，而且他们没有看到更有吸引力的收购，他们应该回购股票。我认为这非常正确。因为我认为极难找到对苹果有增值作用的收购，而这些收购的规模要在500亿1000亿2000亿之间。他们做了很多小型收购。

我很高兴看到他们回购股票。比方说我们拥有2.5亿股左右的股票。他们有40亿或类似的数字。**假设我们拥有其中的5%。随着时间的推移，我们可能会拥有6%或7%的股份，仅仅是因为他们回购股份**。我发现，**如果你有一个非凡的产品和生态系统，而且有很多事情可做，我喜欢让我们的5%，在不花一分钱的情况下增长到6%或7%**。我的意思是，在许多其他情况下，**回购对我们都有助益。但你必须有一些非常、非常、非常特别的产品，它有一个庞大广泛的生态系统，而且产品非常有粘性，以及所有这些事情**。

他们不会找到500亿或1,000亿美元规模的收购，而这些收购以合理的价格进行，并真正成为其增值因素。他们可能会找到它，谁知道呢？但当我环顾四周，就他们必须支付的费用和他们将得到的东西而言，我没有看到任何对他们来说有很有意义的东西。而我确实看到了一个他们了解一切的业务，当他们回购股票时，他们可能无法以一个有吸引力的价格购买，但这还有待观察。”

PS：

三个话题：回购、收购和苹果。

1. 股权的增长

2018 年，伯克希尔持有的苹果股份约占 5%。

2023 至 2024 年前后，伯克希尔没有花一分钱增持苹果股票，但由于苹果每年的回购计划和执行，伯克希尔对苹果的持股比例，一度上升到了接近 6%-7%。

最终的结果是，苹果每年赚到的钱，分给伯克希尔的部分自动变大。

这就是巴菲特说的：

“我喜欢让我们的 5%，在不花一分钱的情况下增长到 6%或 7%。”

2. 收购的价值

回购和收购相比，哪个更有价值？

这个话题很有意思，但有一个基本出发点：

“如果你自己的公司够好、能挣足够多的钱，为什么不把赚的钱投入到自家公司，而是去依赖买别的公司？”

很多管理层，普遍有一种必须扩张的心理需求，总觉得可以通过收购来证明自己的业绩增长。

然而结果却是，绝大多数重大企业并购，最后都被证明是失败的，原因也很简单：

- 高价/溢价收购，提前透支未来所有的业绩
- 整合不到位，文化冲突、管理层内耗、业务线重叠，最终导致 1+1<1.5
- 浪费资金，与其把 1,000 亿砸向一个自己不熟悉的行业和团队，不如砸向自己最熟悉、盈利能力最强的业务——也就是回购自家的股票。

再来看看苹果。

苹果商业史上最大的收购案，是 2014 年花了 30 亿美元收购 Beats 耳机，对于手握上千亿现金的苹果来说，这只是洒洒水。

库克至少拒绝为了做大而做大，苹果这些年几千亿美元的剩余现金，全部压在了回购自家股票这一件事上。

3. 苹果的产品

“非凡的产品，庞大的生态系统，且产品极具粘性。”——巴菲特

过去巴菲特不碰科技股，是因为科技迭代太快，就像当年的诺基亚、摩托罗拉一样，说倒就倒。

只是巴菲特后来意识到，苹果本质上不是一家技术公司，而是一家披着科技外衣的**消费品公司**和**电子服务收费站**。

这也是巴菲特最著名的认知转变，他对此也做过一个比喻：

“如果一个人，拿买一辆 3.5 万美元的汽车，和买一部 1,000 美元的 iPhone 相比，哪一个带给他的效用更大？显然是 iPhone。因为大家每天盯着手机 10 个小时，如果让他们余生不再用 iPhone，你给他们 1 万美元他们都不会干。”

这就是苹果的产品差异化和用户粘性的效用感，也构成了苹果最宽的护城河。

既然护城河内的现金流持续不断，库克用这些现金回购自家股票，就成了最安全的投资，绝对比花几百上千亿美元收购其他公司划得来。

毕竟地球上还有多少比苹果更能赚钱的公司？

回答 2：（巴菲特）

巴菲特：“顺便说一句，回购是我一直喜欢的一件事。人们会说，你在自说自话。但从我们的立场来看，我们希望看到苹果公司的价格下降。这样他们回购更有利。这么说吧。**如果安德鲁、查理和我是一家企业的合伙人，这家企业价值 300 万美元，所以我们每个人都有 100 万美元的利益，如果安德鲁提出以 80 万的价格出售他那三分之一的权益，而且我们手头有资金，我们会抓住机会买下他。我的意思是，这太简单了，但人们都迷失了方向。如果他想要 200 万，我们才不会付给他**。(笑)这是非常简单的数学，但它在所有这些讨论中被忽略了。当然，就像我说的，苹果 CEO-Tim Cook 会做简单也会做非常复杂的数学。所以，我们非常赞同他们回购股票。查理？”

芒格：“我认为，一般来说，在美国当公司不顾一切一心想要收购其他公司时，在交易完成后，他们的价值确实要比之前低。因此，我不认为美国公司出去收购其他公司有一个普遍的致富方法。平均而言，这是一个价值下降的方式，而不是上升的方式。我认为，**许多地方没有什么比回购自己股票更好的事情了，也没有什么比回购自己的股票更有利的事情**了。所以，我认为我们很清楚苹果会发生什么。**如果可以以低价回购的话，他们会非常幸运。我觉得这个世界没有那么简单。我认为这些公司之所以购买他们的股票，是因为他们足够聪明，知道这对他们来说比什么都好**。”

PS：

巴菲特举了一个简单的三人合伙案例。

共 300 万资产，其中一人愿意 80 万贱卖，其他两人该怎么做？

如果是要价 80 万，立刻买下；如果是要价 200 万，看都别看。

这是一个很简单的道理：

“只有当股票价格低于其内在价值，且公司手头有闲置资金时，回购才能为留下的股东创造价值。”

现实中呢？

芒果说的很对，很多管理层为了拉高股价、兑现自己的期权奖励，会刻意进行高价回购。

当你足够了解一家公司，懂得基本的估值原理后，管理层有没有刻意高价回购股票，是明显看得出来的。

.....

今天就这些了。

巴菲特和芒格再聊：投资不需要高深的学问

主题丨能力圈、阅读与长期学习

原发布日期丨2026.07.10　　作者丨年报其语

不要把投资想的太复杂，方法也不是一尘不变。

关键是你对原则的理解和坚守。

.....

伯克希尔 2018 年股东大会问答环节，**股东提问：**

“你好，Brady Ritchie 来自密苏里州圣路易斯。自 1996 年以来一直是股东。沃伦，你和查理过去一直在批评商学院和他们所教的东西。关于价值投资，在《格雷厄姆和多德部落的超级投资者》演讲中，你介绍了许多具有不同教育背景的伟大投资者的投资回报，其教训是，**"遵循投资哲学是关键"。要想在今天取得成功，是否仍然只是回到《聪明投资者》的第八章？**你如何看待诸如 CFA、CFP 等项目和称号，它们声称高标准，但却深深扎根于学术界？明天我想跟你挑战一轮桥牌。？”

回答 1：（巴菲特）

巴菲特：“向我挑战一轮桥牌。好的。(笑声)。

我上了三所商学院，我专门去学校找一两个特定的老师。在每一所学校我都找到了一两个真正让我受益匪浅的老师。所以我们在这里一点不反对商学院。我们确实认为，比如说 30 年前的神职人员，或就 40 年前的有效市场理论和一切而言，在我们看来，他们与投资现实相去甚远。如果我能在第一、二、三所商学院的前五名毕业生中找到一个人，而我的选择是一个很聪明，但绝对满足《聪明投资者》第八章的人。

这对他们来说是自然的，他们在骨子里就有这样的想法，基本上我会选择满足第八章的人。**我们所做的事(投资)并不复杂。但它必须有纪律，它不需要超级智商或类似的东西。有一些基础知识是非常重要的，你必须了解会计。它有助于你走出去与消费者交谈，并在许多方面开始像消费者一样思考，等等。但它并不需要高深的学问**。而且我当然不想上大学，所以我不知道如果我在高中毕业后就退学，读我读过的书等等，我会做得更好还是更差。我认为，如果你遇到几个伟大的老师，而且他们真的在某种程度上改变了你看世界的方式，你真的会很幸运。而且你可以在学术界找到他们，你可以在普通生活中找到他们。我一直非常幸运，有伟大的老师，包括查理。查理是一位出色的老师。而且，任何地方你都可以找到一个人，让你对你以前不了解的事情有深入的了解，也许让你成为一个比以前更好的人，你知道，这是非常幸运的，你想充分利用它。如果你能在学术界找到它，就充分利用它吧。如果你能在你的余生中找到它，请充分利用它。查理？

芒格：“嗯，**当你找到本·格雷厄姆时，他是非传统的，而且他非常聪明。当然，这对你很有吸引力。然后当你发现它是有效的，你可以在你坐着的时候就赚很多钱。(笑声)当然，你当即皈依价值投资。**

巴菲特：“实际上，它仍然吸引着我。”(笑)

PS：

简单说，投资并不需要超高的智商或复杂的公式，它更依赖基础会计理解、消费者视角的常识判断，以及我们骨子里对《聪明的投资者》第八章的自律：

正确对待市场波动。

巴菲特并不反对商学院，但他和芒格反对商学院过度推崇学术模型。实际上这是对教条主义的反对。因为他和芒格认为，投资的核心是理解企业价值，并具备情绪控制的纪律性。

很多时候，基于生活常识和基础财务会计的判断，加上对市场先生的理解，正是《聪明的投资者》第八章最好的实践，对于普通投资者来说，这明显比复杂的学术模型，更能让人看明白。

而芒格对巴菲特来讲，就更不说了。

传统的价值投资（格雷厄姆式），很容易让人陷入买入便宜货的思维困境。

但是芒格打破这个界限，芒格用其独有的**【第一性原理】**和**【总是倒过来想】**的认知，彻底改变了巴菲特看世界的方式，促成了巴菲特从“捡烟蒂”到“买优质企业”的最终转变。

收购喜诗糖果，便是巴菲特意识到这一点的开始，也直接决定了伯克希尔未来几十年的财富增长轨迹。

回答 2：（芒格）

芒格：“但世界变了。在本·格雷厄姆去世之前，他认识到，**他过去寻找被低估公司这种行得通的方式，不一定在所有时间和所有条件下都有效**。而这当然是对我们有用的方式。**我们逐渐进化为，试图在价格偏低时去购买优质的公司，而不是在价格偏低时去购买糟糕的公司**。当然，这对我们来说效果很好。而本·格雷厄姆在他大部分投资期间，他个人的投资方式都行得通。如果他活到现在，会看到他的投资方式行不通了。我的意思是，**他的投资方式是，找到那些以三分之一净流动资产出售的公司，并找出那些很容易被清算，每 1 美元的市场价格能分配 3 美元的公司。如果你能在目前的市场上找到这些，运气会爆表**。而且，如果你能找到它们，它们的规模会非常小，对伯克希尔无论如何也不会有什么助益。

所以我们不得不学习一种全新的投资方式。这对在座的所有年轻人来说都是一个教训。如果你想活得久一点，你必须不断学习。你以前知道的东西永远都不够。因此，如果你不学会不断修正你以前的结论并进化的更好，我总是用同一个比喻，你就像一个踢屁股比赛中的独腿人。”

PS：

这里其实很有意思，因为格雷厄姆若活到现在，也会发现自己当年的烟蒂股方法失效。

每 1 美元市价，分到 3 美元清算价值的时代，在现在几乎找不到。即便偶尔能找到，由于规模太小，大资金也买不进。

所以现代的普通投资者，必须修正以前的投资结论，做同步进化。

我始终认为，投资的关键不是哪种方法更好，而是你本身能驾驭哪种方法，并行之有效的持续获利。

芒格在这儿说的很清楚：

“拒绝改变是我们最大的敌人。”

投资是一场需要不断应对新业态、新商业模式的博弈。

保持对世界的敏感度，并进行终身学习，是长期生存的唯一方法。

回答 3：（巴菲特）

巴菲特：“如果有人对另一个比喻有什么建议，请发给我。(笑声)

顺便说一下，有一点很重要。**格雷厄姆的投资方法是有局限的，它无法容纳大规模的资金。**当我在格雷厄姆纽曼公司工作时，在这里他是所有分析师的院长。在那个时候，他是一个智力高于所有其他人的人。但我们投资基金的规模是 600 万美元，与投资公司合作的合伙企业也有大约 600 万美元。因此，我们有 1200 万美元的资金用于投资。现在，你可以对通货膨胀和其它因素进行调整。但它也是一个很小的数额。它是无法扩张的。

而事实上格雷厄姆并不在意，因为他真的对为自己赚大钱不感兴趣。因此，他没有理由想找到一个可以继续下去的方法，让规模变得越来越大。所以，但就把股票投资作为一项业务来看待而言，第 8 章的效用，有巨大的价值。第 20 章关于安全边际的效用，非常有价值。但这并不是复杂的理论。”

PS：

格雷厄姆的早期投资方法，只适合小资金。

但我觉得这一点对普通投资者来说，已经足够。

我们要关注的不是格雷厄姆的某些具体操作，比如《证券分析》说的寻找净营运资本股等等。这些具体操作随着时代变化，大概率已经失效。

我们要关注的是两个基本观念：

- 第 8 章的**市场先生**
- 第 20 章的**安全边际**

因为不管资金多大、时代咋个变，买入价格低于企业内在价值的安全边际原则，肯定是防风险、拿超额收益的核心纪律。

回答 4：（芒格）

芒格：“**最终我明白了为什么公司财务专业的老师经常教很多错误的东西。**当我年轻时遇到一些眼睛问题，我咨询了一位非常有名的眼科医生。而我意识到，他所在的地方正在做一种完全过时的白内障手术。有更好的手术被发明出来之后，他们仍然在用刀子切割。**我问：为什么你在一个伟大的医学院里做绝对过时的手术？他说：查理，这是一个如此美妙的教学手术。**(笑声)好吧，这就是公司财务专业的情况。他们得到这些公式，这是一个很好的教学经验。(笑声)你给他们一个公式，你提出问题，他们使用这个公式回答。你会真正感受到工作的价值。(笑声)那里只有一个事实，这都是胡说八道。

巴菲特：是的，每当你听到一个理论被描述为优雅的时候，就要小心了。(笑声)好的，Andrew。”

PS：

我一向反感背公式。

至于为什么？

很简单。

标准 DCF 公式，选好参数后，得到一个公司的估值结果。

你敢直接 ALL IN？

……

今天就这些了。

巴菲特：我们一生努力寻找的好生意是.....

主题丨企业生意模式与竞争优势丨投资决策、机会成本与组合选择

原发布日期丨2026.07.19　　作者丨年报其语

在这段对话中，巴菲特揭示了伯克希尔核心投资哲学的演变与坚守：

真正伟大的生意，是那些“低投入、高产出”的轻资产模式。

伯克希尔的投资逻辑从来没有变过，改变的只是不同时代背景下，承载这个投资逻辑的**【商业载体】**，从**【喜诗糖果】**成了**【苹果公司】**，而且现在有迹象正在转向**【Google】**。

.....

伯克希尔 2018 年股东大会问答环节，**股东提问：**

“这个问题来自加州的 Michael Lu，请沃伦和查理回答。您在股东信里写道，有些公司只需要很少的资产，却能创造很高的利润，投资这样的公司获得的收益最高。在当今世界，您说的这种公司很多都在软件行业。过去，伯克希尔对高成长的科技公司采取回避态度。**近年来，伯克希尔先后投资了 Apple 和 Snowflake，伯克希尔的态度似乎在逐渐改变。作为股东，我们是否可以认为，在伯克希尔的投资组合中，高利润公司所占比例将越来越大**，特别是 Todd 和 Ted 在投资决策中日益发挥更重要的作用？”

回答 1：（巴菲特）

巴菲特：**“我们一直都很清楚，最让人梦寐以求的公司是那些只需要很少资金、却能实现高成长的公司，Apple、Google、Microsoft、Facebook 是其中的典型代表**。Apple 的物业、厂房和设备只有 370 亿美元。伯克希尔的物业、厂房和设备是 1700 亿美元。但是，**Apple 赚的钱比我们多多了。Apple 做的生意比我们的好，比我们的好很多**。Microsoft 的生意也比我们的好很多。Google 的生意也比我们的好很多。”

PS：

“低投入、高产出”的轻资产模式，是每个人都梦寐以求的好生意。

传统工业时代，企业想赚更多钱，必须建更多的厂房、买更多的设备，更多的利润是靠砸钱堆起来的。

现代商业中，更好的赚钱模型是，企业只需要极少的固定资产投入，就能随着市场份额的增长，实现利润的指数级增长，比如软件、互联网和科技行业等。

这种“低投入、高产出”的轻资产模式，拥有传统行业无法比拟的赚钱效率。

巴菲特在现场算了一笔账：

苹果公司用于维持运营的物业、厂房和设备（PPE）仅 370 亿美元，而伯克希尔作为传统的实体产业巨头，重资产是 1,700 亿美元。但是，资产规模小得多的苹果，赚的净利润却比伯克希尔大得多。

苹果的护城河是生态、品牌溢价和高附加值的供应链管理。它不需要自己投资建造重型代工厂，就能靠 iPhone 和 App Store 赚够现金流。

这种轻资产模式，在资本效率上对重资产行业，是妥妥的降维打击。

回答 2：（巴菲特）

巴菲特：**“这个道理，我们早就知道了。这个道理是我们在 1972 年收购喜诗糖果之后明白的。喜诗糖果根本不需要什么资金投入**。喜诗有两三个厂房，在喜诗内部，他们管厂房叫厨房。喜诗的库存很低，只有特定季节来临时，库存才比较高。喜诗的应收很少。**这些生意是真正的好生意，但是它们的价格也是最贵的。**好生意一个是稀有，另一个是未必能一直好下去。我们一直都在努力寻找好生意。我们找到了几个相当好的生意，但是我们没有像 Apple、Google 等那么大的好生意。**好生意，所有人都想要。资本主义的核心就是，人们都追求资本收益率。投入的资本少、收益高，资本收益率当然高。一个生意，要投入大量资本，那就不行了。”**

PS：

“低投入、高产出”的轻资产模式，这一点我觉得有必要借巴菲特的阐述，再捋清楚一些。

因为巴菲特和芒格早在 1972 年，投资传统零售业时，就彻底看懂了这个逻辑。

所以伯克希尔的投资逻辑从来没有变过，改变的只是不同时代背景下，承载这个投资逻辑的**【商业载体】**，从**【喜诗糖果】**成了**【苹果公司】**，而且现在有迹象正在转向**【Google】**。

喜诗糖果，对伯克希尔来说，**即是现金流神话，也是几十年来最有效的投资说明书。**

1972 年伯克希尔买下喜诗糖果时，发现它具备极其优秀的商业特质，**它根本不需要持续的资金投入**。

喜诗糖果只有两三座厂房，库存极低，在圣诞节、情人节等特定节日才会短暂升高，而且基本没有应收账款，顾客全部是现款买糖。

所以喜诗糖果赚的每一分钱，都不需要重新投入到扩大厂房中，而是可以直接作为自由现金流抽出来，交由巴菲特去投资其他生意。

喜诗糖果，就像是一个天然的资金蓄水池，每年源源不断地提供子弹。

这种传统行业的轻资产典范，我觉得是巴菲特寻找苹果、Google 等科技公司的理念源头。

因为它们本质上就是，**“数字化、被无限放大版的喜诗糖果”**。

我认为这一点对我们普通投资者来说，是一个绝佳的底层投资理念。

回答 3：（巴菲特）

巴菲特：**“公用事业行业需要投入大量资本。所以，公用事业公司的资本收益率不高**。公用事业公司就是需要投入大量资本。**公用事业公司也能实现资本收益，但实现不了多高的资本收益，**和 Google 那样的公司根本没法比。**在我们为德州准备的方案中，我们提出我们要获得的收益率，我没记错的话，应该是 9.3%，很多美国公司的净资产收益率都比 9.3%高多了**，公用事业公司比不了。”

PS：

与轻资产公司相反，公用事业（比如电力、供水）、铁路和重工业，则属于吞噬资本的典型。

这类行业有一个天然缺口，必须投入大量资金，但只能换回相对平庸的收益率。

简单点说，这类生意稳定、有一定的护城河，但是它们的 ROE 是有天花板的，没办法实现暴利。

像巴菲特再回答中提到的，为德州准备的电力公用事业投资方案，期望收益率仅 9.3%。而美国大部分优秀公司的 ROE，是远超这个数字的。

在昨天和前天的解读中，有专门提到阿贝尔解读的电力业务收益案例。

伯克希尔在意的，除了政府承诺的 10%左右的稳定回报率外，更多的是类似电力这样的公用事业，才能够承担伯克希尔的巨量资金投入。

他们要的结果是，千亿美元资金稳定收益下的保值。

阿贝尔未来的任务，就是保证这几千亿资金，稳定的获取收益。

.....

今天就这些了。

2019

巴菲特：生意再好，买贵了，结果也不见得好

主题丨内在价值、估值与安全边际

原发布日期丨2026.07.13　　作者丨年报其语

一个简单的商业投资核心逻辑：

“再优秀的商业模式，也无法免疫买太贵带来的平庸回报。”

……

伯克希尔 2019 年股东大会问答环节，**股东提问：**

“这个问题来自德国慕尼黑的 Vincent James。最近有很多关于卡夫亨氏减值费用的报道。有人引用您的话说，**您认识到伯克希尔对卡夫亨氏出价过高**。显然，主要的零售连锁店正在更积极地开发自有品牌。此外，亚马逊已经宣布打算推出食品杂货店，正像贝索斯先生经常说的那样，’你的利润率就是我的机会’。**与卡夫亨氏有关的更根本的问题可能是，在消费类食品中，3G 所推行的大品牌和零基预算的优势是否完全合适和合理**。换句话说，一般来说，传统的消费品品牌，**特别是卡夫亨氏，在未来是否会有护城河**？我的问题是，**消费食品市场的动态变化在多大程度上改变了你对卡夫亨氏的长期竞争潜力的看法**？”

回答 1：（巴菲特）

巴菲特：“是的，实际上我说的是，**我们为卡夫亨氏的交易支付了太多的钱**，当我们最初拥有亨氏大约一半的股份时，我们在那里支付了一个合理的价格。而且我们实际上做得很好。我们有一些优先权被赎回等等。我们为卡夫支付了太多的钱。在某种程度上，我们自己的行动推高了价格。现在，卡夫亨氏业务的利润是 60 亿美元，我们会说非常非常非常粗略，我不做预测，但 70 亿的净有形资产实现了 60 亿税前收益是一个出色的业务。但你为一个出色的业务出价太高。我们买了喜诗糖果。事实证明，我们买得价格很好。我们本来可以付更多钱。但有些价格我们也可以买到喜诗糖果，但投资并不会成功。企业并不知道你为此花了多少钱。我的意思是，**企业将根据其基本面来赚钱。而我们为卡夫亨氏交易的卡夫部分支付了太多对价**。此外，这些业务的盈利能力基本上比以前的运营方式有所改善。”

PS：

巴菲特的核心观点是：

“企业不知道你为它付了多少钱，它只会根据自身的基本面去赚钱。”

我的理解是，好生意和好投资，是两个完全不同的概念。

以巴菲特提到的卡夫亨氏为例，公司有极其优秀的有形资产回报率：

70 亿的有形资产，每年可以创造 60 亿的税前利润。

这就是**“好生意”**。

但是，由于伯克希尔在购买卡夫时出价过高，导致这笔交易的实际投资回报率被严重稀释。

最后，它变成了一笔**“坏投资”**。

相反，喜诗糖果就完全不一样。

伯克希尔当年买入喜诗糖果时，由于基本面优秀、且买入价格非常合理，甚至现在看是极其便宜。

所以，喜诗糖果的**“购买价格”**是留足了安全边际。

随着之后喜诗糖果品牌溢价的释放，最终它成为了一笔赚取几十倍回报的**“好投资”**。

总结下来：

生意 vs 价格，更依赖对估值的判断。

很多时候，不是我们看不懂生意，而是不知道如何判断价格。

估值，或者说，价值的判断，才是最重要的那个因素。

回答 2：（巴菲特）

巴菲特：“但你说得很对，亚马逊本身已经成为一个品牌。Costco 的自有品牌 Kirkland 是一个 390 亿美元的品牌。卡夫亨氏的所有产品是 260 亿美元。亨氏已经存在了 150 年。它一直在做广告，他们每年通过数以万计的网点卖出了数十亿美元的产品。像 Costco 自建的 Kirkland 品牌，它的销售额达到 390 亿，几乎比任何食品公司都要多。这个品牌从一个产品进入到另一个产品，如果品牌能够不断扩大品类，这是非常棒的。我的意思是，可口可乐公司把品牌从可口可乐转移到樱桃可乐和零度可乐等等。但要有一个真正能扩品类的品牌，这方面 Kirkland 比可口可乐做的更好。它通过约 775 家被称为 Costco 的仓库店销售。而可口可乐通过数百万个分销点销售。

因此，**在将产品推向消费者方面，零售商和品牌方一直在争夺谁能占据上风。**毫无疑问，在我看来，在世界各地零售商相对于品牌的地位有很大的不同。在不同的国家，软饮料已经有 35%甚至 40%是自有品牌。而美国从来没有接近过这个比例。因此，不同国家的差异很大。但基本上，某些零售商或零售模式已经获得了一些竞争力。特别亚马逊和沃尔玛以及他们对此的反应，还有 Costco、Aldi 以及其他一些我可以说出名字的零售商。相对于品牌来说，已经获得了竞争力。”

PS：

“零售商（渠道）相对于传统品牌的地位，正在获得更强的竞争力”。

以前，传统消费品品牌，比如可口可乐、亨氏等，主要依靠广告投入和庞大的分销网络来垄断市场，零售渠道只能依赖它们来引流。

现在，亚马逊、Costco、沃尔玛等现代零售巨头，这些公司本身已经演变成了超级品牌。

最关键的就是渠道自有品牌的崛起，它们利用离消费者近的货架和展示优势，抢夺传统品牌的护城河。

Costco 的 Kirkland（科克兰）就是一个典型的例子。

卡夫亨氏的所有产品总销售额，合计 260 亿美元。而 Kirkland 一个自有品牌，在 Costco 的销售额就超过 390 亿美元。

更关键的是，Kirkland 还具备极强的跨品类扩张能力。原因在于，消费者因为信任 Costco，所以愿意购买 Kirkland 的坚果、卷纸、甚至服装和汽油。

加上 Kirkland 同品质下，价格还更便宜，这种信任会加剧 Kirkland 各品类总销售额的持续攀升。

这种销售方式，传统品牌就做不到。

可口可乐的品牌力再强，也很难跨界去卖卷纸或者牛排。而且，可口可乐要触达用户，还需要铺设几百万个分销点，又是一笔大的资本支出。

Costco 呢？

靠几百家门店，在一个完整的封闭场景中，孵化出干翻食品巨头的 Kirkland。

用**“极致性价比+渠道垄断”**，直接在货架上分流了卡夫亨氏等品牌的消费者，让传统品牌的护城河变窄了。

山姆会员店，Member’s mark 也是同样的逻辑。

回答 3：（巴菲特和芒格）

巴菲特：“卡夫亨氏在经营上仍然做得非常好。但我们出价太高，如果我们出价 500 亿，这将是一个不同的交易。它仍然会赚取相同的金额。**你可能会因为出价太高而将任何投资变成一笔坏交易，但你不能通过低价购买把任何投资变成一笔好交易，这也是我在投资界开始的方式。我们再也不会去尝试，以低廉的价格购买那些正在衰落或业务不景气的雪茄烟蒂了。我们试图以一个合理的价格购买好的企业**。但我们在卡夫亨氏交易的卡夫部分犯了一个错误。查理？”

芒格：“好吧，这不是一个悲剧，**在两笔交易中，一个买得不错，另一个买到不那么好。这种情况时有发生**。”

巴菲特：“降本增效，你知道，当你为了用相同的人数做更多的业务将一些业务重组，总是会犯错误。而且我们喜欢购买那些一开始就极具效率的企业。但是卡夫亨氏目前的管理和运营，已经整体上有所改善。但是，就卡夫的交易而言，我们付出了非常高的代价。就亨氏的交易而言，我们支付了一个合理的价格。Jonathan？”

PS：

巴菲特和芒格，再次重申了伯克希尔的投资哲学演变，并对卡夫亨氏的交易做了最终解读。

巴菲特承认在卡夫部分犯了错，属于典型的**出价过高**。

但同时他两都明确表示：

虽然高价买好公司会犯错，但伯克希尔绝不会再回到过去寻找“雪茄烟蒂”的模式中去。

因为这种**“便宜买烂公司”**的策略，不适合管理大资金，伯克希尔已经弃用。

现在的伯克希尔，目标是**“以合理的价格买入伟大的公司”**。

只是卡夫亨氏虽然运营比以前更好了，但因为伯克希尔买得太贵，实际上承担了溢价估值回归的痛苦。

这就好比买了一辆顶级跑车，车绝对是好车，但如果你为了提前提车，支付了双倍价格，从资产配置的角度来看，它依然是一笔昂贵的决策失误。

. . . . . .

今天就这些了。

2020

阿贝尔为何能成为巴菲特的接班人？

主题丨管理层、企业文化与治理

原发布日期丨2026.07.14　　作者丨年报其语

格雷格·阿贝尔（Greg Abel），为什么能成为巴菲特的接班人？

我觉得2020年股东大会的这段回答，通过阿贝尔与巴菲特拆解伯克希尔能源的商业底层逻辑，能够看出一些东西。.....

伯克希尔**2020年**股东大会问答环节，**股东提问：**

“Greg，**让我问你一个关于资本配置的问题**。这个问题来自Matt Libel，他说，**伯克希尔将2019年46%的资本支出拨给了伯克希尔能源公司**，你能给我们一些具体的数字吗？**关于你如何看待资本支出、经济折旧以及会计折旧方面的差异？并请解释一下在不同的投资期内，我们是如何确定这些大型资本支出的净资本回报率水平？**就像我们股东在伯克希尔能源公司所做的那样？”

回答1：（阿贝尔）

Greg：“当我们看伯克希尔能源公司和他们的资本项目时，我们试图从几个不同的角度去真正地了解它，正如我们一直强调的那样。第一，在未来10年、20年、30年维持现有资产的实际上需要再投入什么？这里它不是指增量的投资，而是指有效地维持现有资产的盈利能力，某种程度上折旧费用反映了这一点。而且，**我们的目标始终是清楚地了解我们所拥有的业务，需要资金是超过我们的折旧、还是相等或更少？现在我很高兴地说，鉴于我们现有的资产以及我们维持现有能源资产所需的资本投入，我们通常认为，我们现有的折旧金额已经足够维持我们现有的能源资产的盈利能力**。现在，在我们受监管的能源业务，最独特的事情是，**尽管我们其中的83%受到了政府监管，但我们投入到该业务中的资金仍能获得合理的回报**。但这不是一种传统的资本配置模式，但你确实可以以现有的盈利能力有效的进行再投资。所以和传统投资并没有太大的不同，而我们确实从这些资本投入中获得了合理的回报。

但我们确实花费了大量的时间，沃伦和我思考了大量的投资机会，我们认为这是一个真正需要增量资本的新的投资机会，它就是建设新的风能发电站、输电设施以服务于风能或其他类型的可再生能源，比如太阳能。这一切都是增量业务，并推动了我们能源业务的增长。这确实需要资本投入，但它确实推动了能源业务的增长。所以这件事涉及到两个方面：**我们认为我们维持性资本开支会稍低于折旧费用。我们对维持性资本支出保持在这个水平非常满意**。而当我们部署超过这一数额的增量资本时，我们会将其视为扩张性资本支出或成长性资本支出。”

PS：

维持性资本支出，是观察一家重资产企业，能否保持盈利能力的关键。

根据阿贝尔的口述，伯克希尔能源业务的会计折旧，能够覆盖、甚至略高于维持现有资产所需的资本支出。

简单点说，账上折旧 100 亿，但实际的维持性支出只需要 80 亿。

所以伯克希尔能源在报表上的盈利，是脱水后的真金白银。它不需要持续不断地资本支出来维持运转，这是伯克希尔能源商业模式的底层健康支柱。

能源行业，和其他公用事业类似，都是资本密集型的重资产行业。大部分企业都是报表利润好看，但实际自由现金流为负，原因就是资本支出远超经营现金流。

阿贝尔的会计审视视角还是很直接的，将资本支出严格划分为：

- **维持性（Maintenance）**
- **增长性（Growth）**

阿贝尔也提到，未来 9 到 10 年间，**约 400 亿美元的已知项目投入中，大约有一半（200 亿美元）被严格归为维持性资本支出**。而且阿贝尔明确表示，维持性资本支出，实际上稍低于折旧费用。

传统的重资产行业，利润和折旧现金流，会被**维持性资本支出**吞噬掉，企业为了不倒闭只能加大投入。

而伯克希尔能源，已经实现了**维持性层面的正向真现金流结余**，其账面上的现金流，扣除维持性支出后，是纯净的真金白银。

这让伯克希尔能能源之后的**扩张性投入**，变成了一种主动加码的趋势，而不是被动续命的窘境。

我们来做个对比。

巴菲特早年买下伯克希尔纺织厂时，遭遇的就是这种折旧陷阱。

公司每年报表上有 1,000 万美元的折旧，但是为了保持织布机不被淘汰，公司每年又必须拿出 1,200 万美元去买新机器。

但是新机器投入后，即不能多生产一匹布，有不能提高布的售价，唯一能做的就是让工厂勉强不倒闭。

看着财务报表上的利润数字还不错，但是维持性资本支出，一旦长期比会计折旧大，公司的真实现金状况，只会不断地外流。

最终拉总算账的时候，股东根本拿不到钱，只能借债来分红，最后又被债务压垮。

阿贝尔是怎么做的？

伯克希尔能源账上每计提 100 亿的折旧，通过阿贝尔的精细化资产运营，实际只需要 80 亿，就能让旗下的电网和电厂运转起来。

差额的 20 亿，加上名义利润（比如 10 亿），就构成了伯克希尔能源 30 亿纯净的现金流。

但若你是 100 亿会计折旧，维持性资本支出 120 亿，相当于还要多拿出 20 亿补窟窿，即便有 10 个亿利润回点血，**你实际上还要亏 10 个亿**。

阿贝尔不光做到了正向现金流，还将这笔钱投入到受政府监管、能获得 9%~11%稳定回报率的新输电线路中。

这就意味着，每一块钱超额投入的成长性资本，都在 Rate Base（资本基数）里为伯克希尔能源滚雪球，而不是用来补窟窿。

这就是阿贝尔，在能源领域表现出的运营水平。

回答 2：（阿贝尔）

巴菲特：“是的，我们有大概 400 亿的这类资本投入。我们还有什么要补充的，Greg？”

Greg：“所以，正如沃伦刚刚强调的 400 亿美元，**在接下来的 9 年或 10 年时间里，我们将把其中的大约一半视为以维持性资本支出，另一半视为成长性资本支出**。这些都是我们要推进的已知项目。我很高兴地告诉大家，我们可能还会继续有 300 亿美元的成长性资本支出，而这是这个行业的真正机遇所在。

不过正如沃伦所说，这需要很多时间，这工作量很大。例如，**我们将于 2020 年完成的输电项目，这是在 2008 年收购太平洋公司时所启动的**。我记得当时我在做这个输电项目规划时，考虑了一切之后，**我想 6 到 8 年后我们就会让这个输电项目投入运营。在这 12 年期间，我们从这些资本投入中不断的赚到钱，并且把我们投入的资本都赚回来了**。所以我们对这个机会非常满意，这么说吧，我们现在埋下了很多种子。”

PS：

典型的长期主义资本配置，以及战略耐性。

重资产基建投资，是一场超长马拉松，非常考验投资者和资本的耐心。

阿贝尔能够耗时 12 年，将跨州输电项目做成正向现金流，归功于伯克希尔在资本配置上独有的超长视角，因为短期内他们没有任何考核压力。

这在其他上市公司中，几乎是不可能的。

就像阿贝尔说的，这个重大输电项目，最早以为 6 到 8 年就能投入运营，但最终整整耗了 12 年。

如果不是伯克希尔 12 年内的资本后盾，项目还不一定能完成。

最后还是耐心，让项目成功运营，且在整个过程中，逐步收回了资本并持续赚到了钱。

回答 3：（巴菲特）

巴菲特：“是啊。**这些并不是什么超级高回报的东西，但随着时间的推移，它们会有不错的回报。我们在资本配置方面几乎是独一无二的**。当然，除了让私营企业做这类投资以外，你可以让政府实体也这样做。不过，这类投资花了很长时间，但获得了还不错的回报。我一直在说，**能源行业不是真正致富的途径，但却是真正保值的途径。我们将以可观的回报而不是超额回报，来配置大量资本**。你也不应该在这类业务上获得超额回报。我的意思是，私营企业有权做政府授权的某些事情，但他们不仅应该保护消费者的利益，也应该保护提供资本的人即股东的利益。**我们伯克希尔能源公司已经运行了接近 20 年，未来还有很长的路要走**。”

PS：

这里还有一个有意思的资金容纳池。

前面提到了，受政府监管的公用事业，虽然无法提供暴利，但其合理回报率机制，**能够容纳极为庞大的增量资金**。

阿贝尔的意思是，伯克希尔能源有 83%的业务受到政府监管，这虽然不是一种可以自由调配的传统资本配置模式，但却允许伯克希尔将赚到的利润，以法律保障的合理回报率，进行大规模的再投资。

相当于帮伯克希尔，造了一个超大的资金蓄水池。

怎么理解？

举个例子。

假设未来伯克希尔能源，主动砸 200 亿美元去某个州建大型太阳能和新电网。

只要这 200 亿投产，就会直接加入公司的**资本基数**。伯克希尔能源的资本基数，会从 100 亿变成 300 亿美元。

在回报率同样是 10%的情况下，政府允许它赚取的净利润，就从 10 亿暴涨到了 30 亿美元。

所以巴菲特说，“我们有大量的资本配置机会”。

对手里捏着巨额现金，在外面又找不到 10%稳定回报项目的伯克希尔来说，这就是纯天然的资金蓄水池。

巴菲特的总结是，虽然这不是赚大钱的途径，但却是无可替代的保值防线。

. . . . . .

今天就这些了。

2021

股票回购，是财富积累的一道门槛

主题丨资本配置与股东回报

原发布日期丨2026.07.15　　作者丨年报其语

这段 2021 年股东大会的问答，是巴菲特与芒格关于“股票回购”的经典辩论。

其本质在于，用极其平实的常识，厘清了资本分配的道德与商业底线。

他们认为，当股票价格低于其内在价值时，股票回购是一种公平且高效的财富积累机制。

.....

伯克希尔 **2021 年**股东大会问答环节，**股东提问：**

“这个问题来自匹兹堡的股东 Danny Poland。最近，一位著名的参议员表示，股票回购是一种操纵市场的行为。您经常说，**以低于内在价值的价格回购股票，留下来的股东将从中受益。请您和查理分析一下，股票回购活动对社会产生的更深层次的影响**。”

回答 1：（巴菲特）

巴菲特：“从本质上来说，**回购是把现金分配给希望将股份变现的股东，而其他股东则继续投资、继续积累财富**。举个例子，我们台上坐着的四个人合伙做 DQ 冰淇淋的加盟商。我们成立了一个小公司，每个人都出了 100 万美元左右。我们开了几家 DQ 冰淇淋加盟店，生意很红火。我们中有三个人希望继续开更多的 DQ 加盟店，我们要继续创造财富、积累财富。我们希望生意越做越大，财富越聚越多。但有一个人想法不一样，他说：″我已经赚够了，想把钱拿出来。″这时，有两个办法。一个是，可以分红，但是四个人中有三个人不想分红。另一个办法是，我们可以以公允的价格把他的股份买下来。**一共就我们四个人，我们商量一个公允的价格，把第四个人的股份买下来。有的股东想要变现，公司回购他们的股份，回购价格让留下来的股东受益，也能给选择退出的股东方便。这有什么不好？**有些人对回购的批评，让我无法理解。”

PS：

我的理解是：

回购本质上是更好的股东回报策略，比分红更具财富积累效应。

巴菲特举了个例子，四个人合伙开 DQ 冰淇淋店。

这里有一个很简单的常识：每个股东/投资者的需求是不一样的。

分红，目的是把赚的钱直接给到股东，钱一定会发到你手里，然后由你缴纳资本利得税或红利税，至于这笔钱未来你要怎么用，那是你自己的事。

回购，更像是一种**定向分红**，公司只把现金给那些急需用钱、想要套现的人。而利润和更高的股权比例，则留给那些想要继续利滚利的人。

回购相比分红，在税收效率和股东意愿的匹配上，显得更加平衡。

以苹果公司为例。

自 2012 年重启资本回报计划以来，苹果已经是人类历史上，最庞大的回购机器，累计回购金额几千亿美元。

想要套现的人，由于苹果在公开市场回购，自然可以获得充分的流动性，拿着卖的现金退出这场资本游戏。

留下来的人，比如说伯克希尔，巴菲特说了很多次了，他非常赞赏库克的回购政策。

在前两年的股东大会实录中，已经非常详细的解释过了。伯克希尔并没有多花一分钱去增持苹果股票，但因为苹果不断注销回购的股票，伯克希尔在苹果的持股比例自动上升了。

这就像合伙开 DQ 店，走了一个人，剩下的人分到的蛋糕份额，自然就变大了。

回答 2：（巴菲特）

巴菲特：“关于是否派息，我们投过一次票，**我们绝大多数人都选择不派息**。伯克希尔的股东都是积累财富的人。我们能有这样的股东，一部分原因在于我们向股东宣传的时候，我们就说明白了，**我们伯克希尔是积累财富的公司。我们从创立之初就是如此，五十七年从未改变**。许许多多个人股东，他们都是通过伯克希尔积累财富，都打算终身持有伯克希尔。每位股东的生活情况、资金需求可能会变化，**但是只要你是个积累财富的人，你一般都会终身积累财富**。最近，我们有几个股东，他们六十多年前就和我们在一起了，现在已经有几十亿美元。他们积累财富并不完全是为了晚年过得好。**他们天生就是积累财富的人，他们喜欢积累财富**。他们把很多钱都捐了。

一小部分股东想退出，大多数股东想留下来，退出的股东希望变现，公司不把钱发给所有人，而只发给希望变现的人，这多合理啊。**回购的价格对大多数人都有益。私人公司，股东们可以自己商量一个公允价格。上市公司，参照市场价格**。查理，有什么补充的吗？”

芒格：**“只是为了推高股价而回购股票，这样的行为绝对不符合道德准则。为了留下来的股东的利益，用公允的价格回购股票，这种回购符合道德准则**。批评后一种回购的人，脑袋让门挤了。”

PS：

芒格和巴菲特有一条铁律：

回购必须以“低于内在价值”的公允价格进行，也就是：

股价 < 内资价值

所以股票回购是否触碰道德红线，完全取决于回购的实际价格。

如果管理层纯粹为了自己的期权解锁、为了粉饰每股收益以推高短期股价，这种回购是明显有问题的。

这些行为都是在掏空公司的长期现金，然后填满了高管的腰包，属于芒格口中“脑袋让门挤了”或道德败坏的骚操纵。

这里还提到了一个话题：**财富积累。**

巴菲特提到，伯克希尔的股东是**“天生的财富积累者”**。

公司 50 多年坚持**不分红、强调长期价值**的价值主张，也是在反过来筛选股东。

留在伯克希尔的人，不是为了拿股息，他们享受的是财富在优质资产中不断复合增长的乐趣，这正是伯克希尔所独有的“价值投资股东文化”。

它代表的是伯克希尔不在意短期业绩压力、只做超长期理性投资的内核价值观。

在奥马哈，有很多看似普普通通的退休教师、医生或小商贩，他们早在 20 世纪 60、70 年代，就将几万美元交给了巴菲特，并坚定执行终身积累的理念。

在经历了无数次美股崩盘后，这群人从未要求伯克希尔分红，也从未卖出股票。几十年后，这些人的资产变成了几亿、甚至几十亿美元。

不管是伯克希尔，还是这些几十年如一日持股的人，本身就是一个传奇。

. . . . . .

今天就这些了。

巴菲特谈伯克希尔的文化继承：信息处理能力

主题丨管理层、企业文化与治理

原发布日期丨2026.07.23　　作者丨年报其语

伯克希尔的内部文化，阿吉特、阿贝尔两位是完美继承。

2021 年的这次回答虽然简单，但看得出来巴菲特是满意的。

.....

伯克希尔 **2021 年**股东大会问答环节，**股东提问：**

“这个问题来自 KevinYoung，**请阿吉特和 Greg 回答。沃伦把他的时间用在了阅读上，他大部分时间都在读年报。请问你们两个人的大部分时间在做什么？你们读什么？你们如何评估投资决策？**”

回答 1：（阿吉特）

阿吉特：“在我的工作中，**我的大部分时间都用来阅读保险经纪人发来的交易信息，阅读他们的提议，进行分析和判断，确定每笔交易是否值得我们做**。补充一句，**我不怎么花时间阅读年报，毕竟我本身做的不是选股的工作**。我主要是跟踪保险行业的动态，所以**我 90%的阅读都是和保险相关的**。Greg，我答完了。”

PS：

阿吉特专注于保险，所以非保险的业务和他没关系，但关键就在于他只专注于保险这一项业务。

在巴菲特的思考中，找到优秀的管理人员，然后充分授权是才是重点。阿吉特正是巴菲特心目中【伯克希尔最重要的资产】，也是伯克希尔保险业务的真正大脑。

巴菲特在 2017 年致股东信中说过：

“自 1985 年入职以来，阿吉特为伯克希尔股东创造了数百亿美元的价值。如果世上还有另一个阿吉特，而你可以用我把他换过来，请毫不犹豫地做这笔交易！”

因为阿吉特正是伯克希尔浮存金的奠基人，他从零开始把伯克希尔的保险和再保险业务，打造为全球巨头。为巴菲特提供了源源不断、成本极低的【浮存金】，用于股票投资与企业收购。

回答 2：（阿贝尔）

阿贝尔：“好的。**在我每天的工作中，我阅读的主要是和我们的各个子公司相关的内容，以及与它们所在行业相关的内容，了解竞争对手的情况，研究我们的各个生意可能面临哪些重大风险，可能遭遇哪些严重困难**。把所有阅读的东西综合起来，全盘考虑我们的各个生意及其所在行业面临的各种风险，**最终要判断的是，我们对各个生意的资本配置是否合理**。大部分时间都用来做这方面的工作。做完研究、分析和判断之后，会把得出的结论发送给各个子公司的管理团队，并和他们进行深入探讨，并不断修正结论。工作中主要是阅读这些。”

PS：

格雷格·阿贝尔是巴菲特定下来伯克希尔继任者，是巴菲特口中完整继承伯克希尔文化的那个人。

阿吉特说的很清楚，他不怎么读年报，因为他的核心工作不是选股。

但阿贝尔不一样，他的工作就是资本配置。

正是 2021 年一位股东提问，如何确保伯克希尔在创始人离任后，依然保持独特的去中心化文化时，芒格不假思索地脱口而出：“但我们有这种文化，格雷格（阿贝尔）会保持这种文化。”

实际上算是芒格意外说漏了嘴，阿贝尔就是选定的继承者。

在芒格说漏嘴两天后，巴菲特接受 CNBC 独家专访时表示：“董事会一致同意，如果今晚我发生什么意外，明天接管公司的将是格雷格（阿贝尔）。”

阿贝尔的继承者身份正式确定。

其实从阿贝尔简短的回答中，也能感觉到他在做什么。因为资本配置，就是伯克希尔最终的决策所在。

至于他是怎么做的，我觉得他和巴菲特没啥区别。

阅读子公司信息、行业信息、竞争对手信息，这些基本上和阅读相关。然后考虑风险，判断未来陷阱，最终决定资本配置。

阿贝尔更强的地方是，他还要经历到处去实地查看和处理问题。

回答 3：（巴菲特）

巴菲特：“**这两位都具备超强的信息摄取能力**。主要也是因为，他们对自己的工作特别热爱，他们做的是自己特别热爱的事。他们两个人对自己的工作了如指掌。每次和他们谈工作，他们都对答如流，我特别欣赏他们。他们爱这份工作。他们琢磨的不是跳槽到其他更大的公司、更高的职位。我们看好的，和我们志同道合的经理人，与我们走到一起之后，基本没有离开的。**一方面，一位优秀的经理人一定要爱自己的生意。爱和不爱有天壤之别。另一方面，我们把优秀的经理人吸引到了伯克希尔之后，我们必须营造一个良好的环境，让他们能毫无羁绊地全身心投入到自己所爱的工作中。许多公司提供不了这样的环境。**”

PS：

超强的信息摄取能力，这一点确实不容易做到。

很多人光是看年报都觉得赶不上，更何况大量的信息读取不光是年报，还有其他所有和公司相关的信息。

这还只是摄入。

实际上，大量的信息摄入中，99%都是噪音，都有信息污染。更重要的是，你是否能够排除这些污染，抓住信息的重点。

这是巴菲特强调的另一点：

“如何看到事实和本质。”

……

今天就这些了。

巴菲特：我们不会去研究如何靠短期交易赚钱

主题 | 市场波动、风险与投资心理

原发布日期 | 2026.07.24　　作者 | 年报其语

量化交易，价值投资。

谁是你心中的投资之王？

.....

伯克希尔 2021 年股东大会问答环节，**股东提问：**

“这个问题来自 Bijay Koirala。**您如何看待量化交易？**在 30 年的时间里，**吉姆·西蒙斯(Jim Simons)的大奖章基金(Medallion Fund)取得了扣除手续费后年化 39%的收益率，这说明量化交易是可行的**。您是否会考虑为伯克希尔聘请一位量化交易专家，与 Ted 和 Todd 一起工作？”

回答 1：（巴菲特和芒格）

巴菲特：“我对第二个问题的回答是‘不会’。第一个问题，请查理回答。”

芒格：“**问题中提到的量化基金做短线交易做得炉火纯青**。他们发明出了一些小算法，能让他们具备短期的预测能力。**只要算法好用，一直赚钱，他们就一直用。但是，同样的交易体系，用来做长期选股，就不灵了**。还是开发一些小算法，用算法机械地预测，选择长期投资的股票，业绩比他们做短线交易差远了。即使是他们用来做短期交易的那套体系，如果用得太狠了，也会失灵的。所以说，**他们这套体系，能达到的规模是有天花板的**。”

PS：

第一个问题，如何看待量化交易和吉姆·西蒙斯(Jim Simons)。

第二个问题，是否考虑为伯克希尔聘请一位量化交易专家。

芒格的问题也很直接：

- **一直狠狠用也会失效**
- **该交易体系不适合长期选股**
- **整套体系也会碰到资金规模的天花板**

资金规模天花板，是任何体系都会最终碰到的，短期/长期交易都一样。

我一直很赞同格雷厄姆的那句话：

“投资不在于谁对谁错，而在于你能驾驭哪一种投资方法。”

量化也好，长期也好，本质都是增值和赚钱，有何区别？

你适应量化或短期，赚钱开心。

你喜欢买了就等着慢慢增值，赚钱也开心。

很多人对文艺复兴的高收益率有着憧憬，但也不要过度神话任何一种方法，哪怕是量化之王或者价值投资。

巴菲特早期也可以随便拿到 50%以上的超额收益率。

但规模大了之后，谁都不行。

文艺复兴是吉姆·西蒙斯（Jim Simons）于 1982 年创立量化对冲基金公司，旗下最著名、也最具传奇色彩的基金，就是大奖章基金（Medallion Fund）。

该基金在 1988 年至 2018 年的 30 年间，**共赚了 1,000+亿美元，年均净回报率 39%**，还是在**扣除了极高的管理费和业绩提成之后**的净收益。

同期的巴菲特，年均回报率约为 20.5%。

这是大家最喜欢比较的一个点，毕竟这么高的收益率，谁看了都心痒痒。

但量化策略对资金总容量有严格的上限，原因很简单，**资金规模过大会抹平套利空间**。

大奖章基金在 1993 年就停止接受外部资金，仅对文艺复兴科技的内部员工，以及极少数关系密切的人士开放。

关键在于，它对外的其他基金也能拿到这么高的收益率吗？

答案就不是了。

由于大奖章基金不再对外开放，文艺复兴后来推出的几只面向外部合格投资者的基金，**投资策略与大奖章完全不一样，多为长线投资，收益率也只是正常**。

RIEF（文艺复兴机构股票基金）

股票交易为主，偏向长期持有；自成立以来，**年化收益率约 8%~12%**。

2020 年，RIEF 的量化模型遭遇严重挤压，全年下跌 19.4%（同期大奖章基金暴涨 76%），引发外部投资者的巨额赎回。2021 年反弹 20.5%后，在 2023 至 2024 年实现超 20%的年化收益。

RIDA（文艺复兴机构多元阿尔法基金）

在全球期货和远期市场上交易股票、衍生品等，通常也是长期持有；**年化波动率目标设定在 8%~16%**。

RIDA 在 2020 年同样是-31.6%的重大亏损。2024 年反弹 17.5%，但赎回潮使其与 RIDGE 合并后的管理规模，从高峰期的 290 亿美元，下滑并稳定在 35 亿至 40 亿美元左右。

文艺复兴旗下基金的持仓组合及特征是：

- **极度分散**
- **集中度极低**
- **动态换手率高**

组合通常同时持有 3,000 至 4,000 只股票，靠几千个微弱概率优势的大数定律赌胜率，极力规避单一股票的特异性风险；前 5 大持仓合计占比低于 7%，没有任何单一只股票持仓超过 2%；持仓名单随算法模型的因子权重按周/月频次调仓。

简而言之，和巴菲特/芒格的做法（价值投资），完全是对着干（量化投资）。

但谁能说这两种方法，孰优孰劣？

西蒙斯明确证明了一件事：

纯粹的数学模型和量化分析，可以在极长的时间内（30 年），持续且稳定地战胜市场。

所以，任何投资方法都没有对错，只看你能驾驭哪一种。

顺便说一句，前段时间文艺复兴开放对外招人，有兴趣的可以去试一试。

回答 2：（巴菲特和芒格）

巴菲特：“但是，他们都非常、非常聪明。不是一般的聪明。

芒格：是，也赚了很多钱。**吉姆·西蒙斯又聪明、又有钱，为人也是正派的**。

巴菲特：是的。**我们不会去研究怎么靠短期交易股票赚钱。很简单，我们搞不明白**。要是我们真有靠交易股票赚钱那个本事，我们可能也早去搞短线交易了。我们真不会。**既然我们自己不懂，也就不可能请别人来做我们自己都不懂的事**。就这么简单。”

PS：

巴菲特和芒格也是盛赞西蒙斯的，但他们不会贸然追求量化的超额收益。

很简单，因为不懂。

. . . . . .

今天就这些了。

2025

用好生意的标准，完结伯克希尔股东大会解读

主题丨企业生意模式与竞争优势

原发布日期丨2026.07.31　　作者丨年报其语

7 区 7 号。

2026 年伯克希尔股东大会，现场提问机会抽中的号码。

也是我的幸运数字。

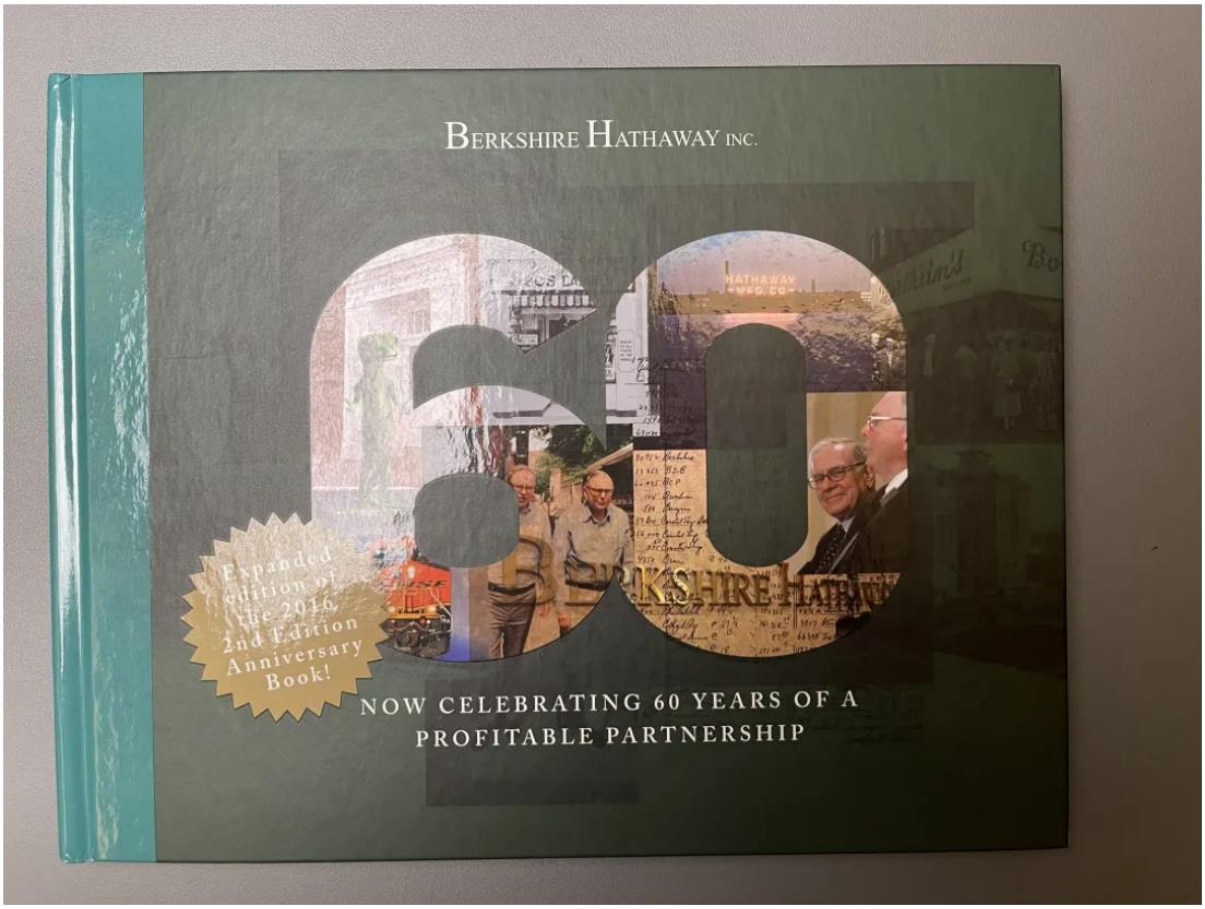
完全没想到我的伙伴，最终以这个号码，抽到了今年的现场提问机会。



我觉得用这个意外的惊喜，结束我半年多的《伯克希尔历年股东大会实录解读》，绝对是一份最好的礼物。

还有感谢伙伴飘洋过海，背回来的这本《伯克希尔 60 周年》纪念册。

我非常喜欢！



我们现场的提问是：

“阿贝尔会如何继承伯克希尔文化，特别是现金流的确定性，以及安全边际原则的应用，未来是否会拥抱科技公司。”

解答在这儿： 巴菲特和芒格的时代谢幕，但方法论永远传承

可以肯定的是，阿贝尔的行事风格，的确是巴菲特思想的延续。

而且投资谷歌，也是巴菲特的决定。

后来我也想明白了：

真正的好公司，是不分行业的。

昨天对估值的解释，已经说清楚了辨别好公司的密码。

这些密码是什么？

- **商业模式（高 ROIC）**
- **财务结构（轻资本支出和负营运资本）**
- **资本分配（精明再投资和回购）**

若用一句话概括底层逻辑：

“它们通过独占性的护城河锁定了高毛利与定价权，利用负营运资本与轻资产模式实现了‘不消耗资本的增长’，并将产生的超额自由现金流以极高的资本回报率（高 ROIC 再投资或注销股本）精准重新分配。”

这是过去用 30 年的数据总结，典型的数据举例是：

- **ROIC：15~20%+起步**
- **资本支出/经营现金流：≤30%**
- **营运资本：≤0**
- **股票回购+分红率：≥40%**

这个标准不分行业，是所有好公司的基本判断标准。

如果用于同行业的横向对比，这个数字会更明显。

不同的行业，数字上会有些上下浮动，但不会差离太远。

制造业和公共事业的资本支出占比，可能会稍微高一点，因为基础设施和设备等的支出大。

但优秀的企业，一样可以控制到行业相对低的水平。

配合昨天**“不要随便给高增长预期”**的理性控制，一家公司的基础质量和估值范围，是有一个完整的思考框架的。

三年前，我从财报解读出发至今，历经了一个完整的思考循环：

财报解读 → 数据驱动 → 事实挖掘 → 本质思考 → 数据总结

从数据开始，到数据结束：

- 坚持好公司的标准
- 以估值的大致范围为锚点
- 用同行业对比找出真正优秀的基因

再然后就是扩大公司池，以及耐心等待一个合理的时机。

从什么都不会，到三年后的今天。

整个经历和探索过程，让我对商业和现金流，有了一个崭新的认识。

我是发自内心的感恩。

因为站在巨人的肩膀上前行，比起自己埋头瞎干，实在是好太多了。

我希望我今后的更多分享，能和大家探索更多优秀的公司，挖掘估值合理、甚至低估的公司。

也希望你们能从这些分享的内容中，收获更多、看到更多属于自己的机会。

.....

今天就这些了。

我们成功浪费了巴菲特 2 分钟的时间

主题 | 投资决策、机会成本与组合选择

原发布日期 | 2026.08.04　　作者 | 年报其语

今天没啥特别的，记录些日常。

和回国的伙伴面基，又唠了唠伯克希尔股东大会现场。

两个啥都不懂的人，结果莫名其妙的被抽中，激动的都不知道该问啥子了。

最后我们成功浪费了巴菲特 2 分钟的时间，阿贝尔代为发言。

我们当时已经非常明确的问了阿贝尔，**伯克希尔未来是否会继续购买科技公司，为什么要买科技公司。**

阿贝尔回答的是，只要现金流好、公司好，伯克希尔未来一样会继续买。

直到上个月巴菲特本人澄清，大手笔买谷歌是他的决定，而且买晚了。

所以说，阿贝尔是知道的，只是不敢说而已。

有点意思。

接下来聊点 AI 的事。

我们跑 AI 分析年报项目已经 7 个多月，整体进度还算不错。但还远未到成熟的地步，因为还有很多细节上的处理。

最大的问题，就是数据处理。

虽然我们已经搭建起了第一个简单的单体数据 DB 库，但是在数据提取上依然有瑕疵，这个问题我只能先试试 SEC 的 EDGAR 数据库，看能不能从根源上解决这个问题。

这里我给大家一个简单的解释，你们也可以自己审查是否有类似的问题。

AI 在对 10-K 进行全篇深度阅读和理解时，推理能力是很强的，几乎可以帮我们抓住绝大部分的披露重点。

但对于 10-K 中的数据，AI 却并不一定知道该如何处理和使用。

就目前我们跑的几十家公司来说，如果不提前告诉 AI 规则，它没办法自己找到数据内在的特殊勾稽关系。

比如说，快餐连锁公司，**单店销售额**是一个非常重要的营收指标。

AI 在读取 10-K 内容时，除非年报在某一个 item 中明确披露了平均单店销售额，如平均单店销售 100 万美元，否则它是不会自己去大概计算的。

10-K 一般都会披露：

- 系统销售总额
- 自营店销售额
- 自营门店和授权门店数量

分子分母有了后，两个相除就可以得到一个，大概的平均单店销售额数据。

这个规则，除非你主要告诉 AI 这么做，否则它大概率不会自己去做这样的计算或推算。

平均来说，每家公司在管理层讨论与分析部分，披露的经营数据，大多都可以继续往下深挖到类似：单店销售额、平均涨价幅度、大致变现率等细节数据上。

在使用 AI 进行分析时，务必将这些规则提前写进，然后人工审核和复查。这一步需要你自己先知道，某公司披露的经营数据，可以继续挖掘出哪些进一步的内容。

最终的目的只有一个，将一家公司的增长驱动，分解到**单价**和**数量**两个维度上。

到这儿，数据的问题在 10-K 这个维度就解决了。

剩下的，就是继续问，到底是**什么原因**、**什么事实**、**什么优势**，让公司可以一直强大和增长下去。

想清楚了，我觉得对一家公司的基本了解，就算是及格了。

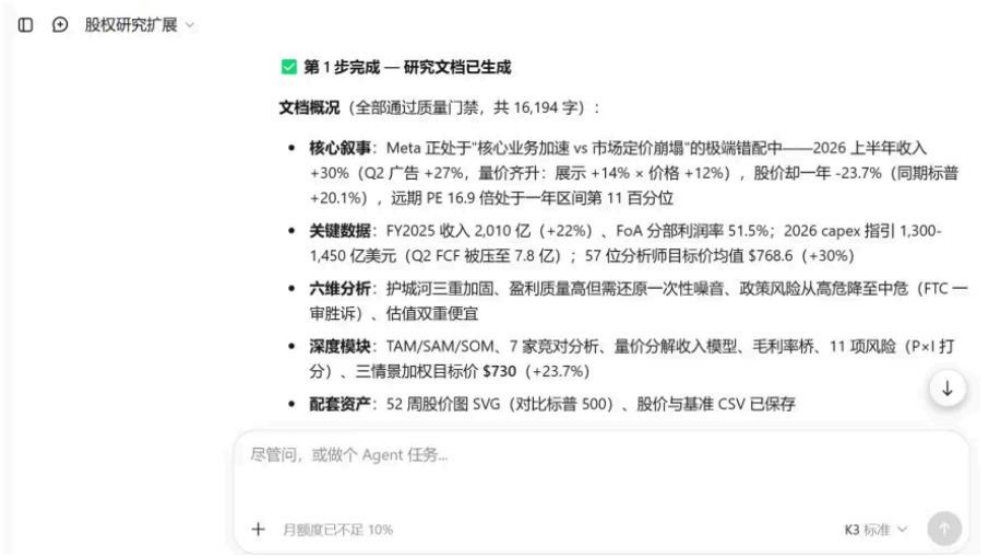
另外，如果你真的嫌麻烦，随着 AI 模型越来越强，也可以直接使用 AI 本身自带的一些分析。

我以 Kimi 为例，用的是 K3+标准思考，网页端自带**【股票投研报告】**的 skill：

1. 网页端使用自带研究功能



2. 生成投研报告并总结重点



3. **正式投研报告输出（25+页）**看完后我的感觉是，已经非常全面。



next_earnings	2026 年第三季度财报，预计 2026 年 10 月下旬

I. 核心投资叙事（Core Investment Narrative）

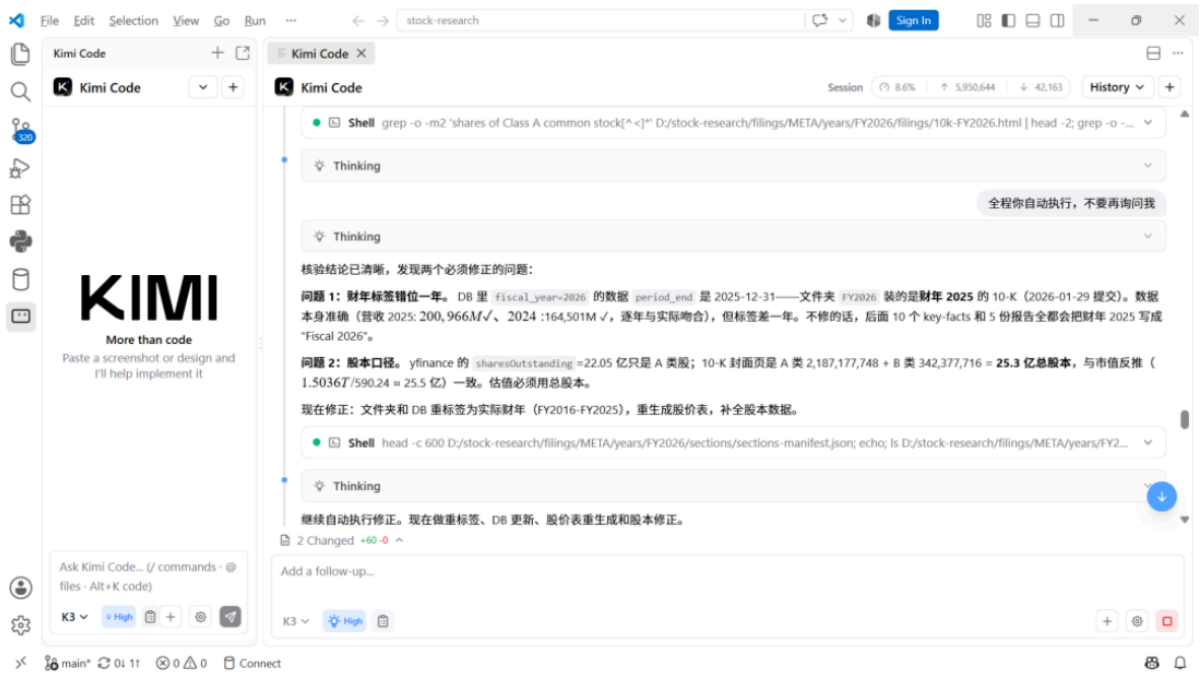
Meta Platforms 正站在公司历史上最矛盾的时刻：它的核心业务——广告——正以 2021 年以来最快的速度增长，而它的股价却在过去一年跑输标普 500 指数约 44 个百分点。全球数字广告市场 2026 年预计达到 6,623 亿美元（Grand View Research），并以约 14% 的年复合增速向 2033 年的 1.69 万亿美元扩张；AI 驱动的广告自动化正在把预算进一步向"规模 + 数据 + 算力"三位一体的平台集中，Meta、Google、Amazon 三家合计占全球数字广告支出的约 62%。Meta 正处于这一集中化趋势的最大受益者位置：2026 年 Q1 广告收入同比增长 33%，Q2 增长 27%，Q2 广告展示量同比 +14%、平均单次广告价格 +12%，量价齐升的结构说明增长不是靠"多塞广告"堆出来的，而是 AI 推荐与排序系统实实在在地提高了广告的转化效率（公司披露 AI 生成式排序带来 8.3% 的点击提升和 15.7% 的转化提升）。

财务轨迹上，FY2025 收入 2,009.7 亿美元（+22%），经营利润 832.8 亿美元（+20%），Family of Apps 分部经营利润 1,024.7 亿美元，经营利润率高达 51.5%——这是一个被 Reality Labs 每年约 190 亿美元亏损"掩埋"着的印钞机。2026 年上半年收入 1,171.1 亿美元（+30%），增长不但没减速，反而在加速。但同一张报表的另一面是：FY2025 资本开支 722 亿美元，2026 年指引上调至 1,300-1,450 亿美元（接近翻倍），Q2 2026 自由现金流被压缩到仅 7.84 亿美元（同比 -91%），公司在 Q1、Q2 连续两个季度停止回购，并通过发债（2025 年发债约 300 亿美元，长期债务升至 837 亿

报告使用的是最近 3-5 年的数据，对于想要立刻了解公司概况和基本面的朋友来说，这份报告非常不错。

如果你觉得自己用 AI 搭建分析 Agent 麻烦，直接用 Kimi 这个我觉得是可以的，你们可以自己试一下。

我今天也在重新试 Kimi code for VS Code。感觉还行，但用起来没有 Claude Code 和 Codex 那么顺手和丝滑。



等我明天跑完一个完整公司分析后，再来分享感受。

. . . . . .

今天就这些了。

年报其语

读年报，懂公司

这里记录的是我理解公司、阅读年报和研究长期数据的过程。

https://nianbaoqiyu.com/

伯克希尔精选解读丨**https://nianbaoqiyu.com/berkshire/**

OnePage丨**https://nianbaoqiyu.com/onepage/**

全部公司丨**https://nianbaoqiyu.com/companies/**

微信公众号丨年报其语

全平台账号｜年报其语

如果这份档案对你有用，欢迎分享完整 PDF 或官方下载页面。