

2024-2025年投资者信

2024年，我们的投资取得了28.6%的回报，较标普500高出3.0%，较恒生指数的回报高出10.9%。2025年，我们的投资取得了41.9%的回报，较标普500高出24.0%，较恒生指数的回报高出9.4%。然而，这两年的高回报主要是在修复 2021 - 2023 年的回撤：之前三年我们的表现显著低于预期，而 2024 - 2025 的回报在很大程度上来自香港市场从极度悲观中产生的估值修复。这样的收益来源显然不可持续。展望未来，我们更希望、也更依赖的收益来源，是所投资企业自身经营与价值的长期增长。

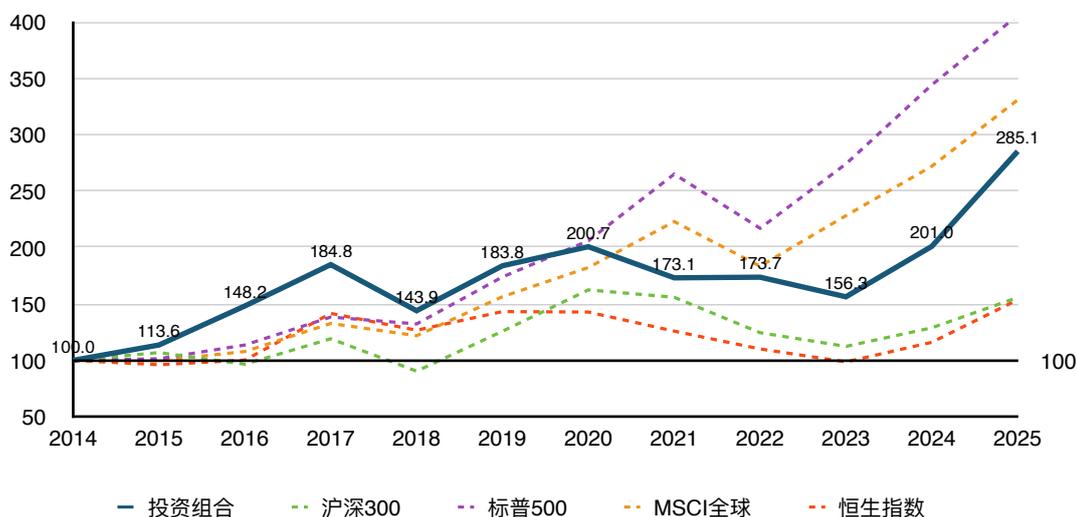
自 2015 年以来，我们的年均回报率回升至约 10%。2015 年初投入组合的 100 元，到 2025 年底增值至约 285 元。过去 11 年，我们的表现显著优于沪深 300 与恒生指数，但仍明显落后于标普 500 与 MSCI 全球指数。这个 10% 的长期回报率处于我们 10 - 15% 长期目标的下限，只能说达到了可以接受的最低水平。

年回报率

	投资组合	沪深300	标普500	MSCI全球	恒生指数
2015	13.6%	6.9%	1.4%	(0.3%)	(3.9%)
2016	30.4%	(9.6%)	12.0%	8.2%	4.3%
2017	24.7%	23.4%	21.8%	23.1%	41.3%
2018	(22.1%)	(24.1%)	(4.4%)	(8.2%)	(10.5%)
2019	27.7%	39.2%	31.5%	28.4%	13.0%
2020	9.2%	29.1%	18.4%	16.5%	(0.3%)
2021	(13.7%)	(4.0%)	28.7%	22.4%	(11.8%)
2022	0.3%	(20.1%)	(18.1%)	(17.7%)	(12.6%)
2023	(10.0%)	(9.8%)	26.3%	24.4%	(10.5%)
2024	28.6%	14.7%	25.6%	19.2%	17.7%
2025	41.9%	20.8%	17.9%	21.6%	32.5%
年化收益率	10.0%	2.9%	14.7%	11.8%	1.7%

注：投资组合回报以人民币计算。指数回报为年度总回报（含股息再投资），按各自币种计算。

累计净值（2015年初=100）



不过，积极的一面在于，以 2025 年底组合的企业质量与估值看，我们对未来 5 - 10 年的预期回报率较过去 10 年的实现回报更为乐观，但能否实现将取决于企业经营状况与我们的判断质量。我们会持续跟踪所投企业的经营状况以更新自己的判断。

过去的11年对我来说一直是一个学习的过程，尤其是从错误中汲取教训的过程。回首2021至2023年，我们主要的教训在于过度关注了那些我们自己认知不深但‘众所周知的好公司’（如大型互联网平台），却缺乏能力判断宏观与产业环境变化对它们的潜在影响。这促使我们在过去两年将目光转向了那些我们自己相对能看懂且具备可见护城河，但被市场所忽视/错判的‘隐形冠军’（如谭木匠），并从 2024 年底开始对投资组合进行大幅调整。同时，由于美国处于经济周期相对高点且估值较高，我们减少了对美国经济及美元的敞口，将核心仓位集中配置于被低估的中国优质资产。持仓结构的变化，在 2023、2024、2025 年底的前五大持仓中已非常明显。

前5大持仓

	2023		2024		2025	
	企业	占比	企业	占比	企业	占比
1	阿里巴巴H	22.6%	阿里巴巴H	13.2%	谭木匠	21.8%
2	中国平安H	21.4%	中国平安H	13.1%	五谷磨房	13.3%
3	伯克希尔B	13.5%	伯克希尔B	9.1%	邮储银行H	13.0%
4	腾讯控股H	11.8%	邮储银行H	8.3%	达仁堂S	12.2%
5	邮储银行H	7.5%	中宝新材	6.9%	拼多多	10.8%
总计		76.8%		50.6%		71.1%

组合结构

我们现在的组合包括两个大类的投资，一类是**核心复利企业**，占比约65%。这类企业在各自领域建立起可持续的竞争优势与护城河，从而具备相对可预见的长期盈利能力。在现有组合中，谭木匠、达仁堂、拼多多等属于这一类。我们的目标是在具有合理隐含回报率且保持安全边际的价格买入，并长期持有，从企业价值的复利增长与分红回报中获利。

另一类投资是**低估类资产**，占比约25%。这类企业护城河与竞争优势相对一般，或生意盈利能力偏弱，但估值极具吸引力。我们希望从其估值由极端低估回归至合理水平的过程中获利。现有组合中，五谷磨房、美丽华酒店、中国动向等属于这一类。相对而言，这类资产可能在中短期带来较高回报，但长期累积收益预计仍显著低于核心复利企业。原因在于：低估修复更多依赖一次性的估值回归，而核心复利依赖可多年重复的经营复利与资本回报。

因此，在评估不同机会时，我们会优先配置第一类核心复利企业。随着时间推移，我希望逐步提高第一类资产的比重，并尽量保持至少 5-10% 的现金储备，以便在出现高确定性机会时快速行动。

关于卖出，我们对两类资产有着不同的标准。对于第一类资产，我们通常仅在以下三种情况下显著降低仓位：

- 1) 企业护城河与经营质量发生结构性恶化；
- 2) 估值明显高于合理区间，未来隐含回报不足以补偿风险；

3) 出现了拥有更高确定性或回报率的替代机会。

对第二类‘低估修复类’资产，我们会在估值回归、及安全边际明显收窄后逐步退出。

投资案例

我们现在组合中占比最大的公司是**谭木匠**，是一个以低估值购买优秀企业的例子。谭木匠成立于1993年，2009年在香港上市，是中国高端木梳领域的绝对领导者。公司三十多年持续聚焦主业，形成了“劳动、诚实、快乐”的朴实企业文化，长期耐心耕耘：通过加盟体系建立起木梳行业唯一覆盖全国的品牌门店网络，并拥有一支规模庞大且稳定的工匠团队（其中大量为残疾人）。在这一利基市场中，公司形成了独特的竞争优势与护城河。凭借严苛的工艺标准、终身免费维修的承诺，以及独特的“情感礼赠”属性，谭木匠的木梳对很多消费者而言，已从一件实用工艺品升华为承载记忆与文化的物件。公司过去10年的投资资本回报率超过40%，并将累积利润的约75%以分红方式回馈股东。我们自2023年开始投资谭木匠，并在2025年显著提高配置。由于公司在香港上市且市值较小、未被纳入港股通，内地投资者较难直接购买，估值长期偏低。我们的平均买入成本对应市值约14亿港币，剔除净现金后估值不到6倍税后营运利润，股息率超过6%，隐含长期回报率高于15%。我们希望长期持有这类“以合理偏低价格买入、同时具备强护城河与高ROIC”的企业。对谭木匠这类家族型企业来说，如何在管理层交接传承的同时继续保持企业文化及经营效率是需要重点关注的风险。

组合中占比第二大的**五谷磨房**则代表了第二类投资机会。五谷磨房成立于2006年，2018年在香港上市。公司早期主要通过线下商超中“现磨现卖”的门店建立在谷物粉领域的品牌认知。疫情期间公司线下销售受冲击显著，2020年出现上市后首次亏损。随后管理层调整渠道结构，通过货架商品入驻山姆等连锁商超。这一举措不仅推动了盈利恢复，也标志着公司从依赖人力的传统专柜模式，拓展到了更标准化、更轻资产的品牌零售模式。至2024年底，公司通过传统线下门店的销售占比已从2019年的76%下降至38%，盈利水平回到2017年高点，然而股价并未反映公司盈利能力的恢复。我们自2024年开始投资，并在2025年上半年持续买入，平均成本对应约12亿港币市值，约等于公司账上11亿元人民币净现金价值（现金减去全部有息负债），相当于企业未来盈利“免费赠送”。我们投资五谷磨房的核心理由并非其护城河，而是其极低估值与安全边际。在我们买入后的约一年时间里，该股累计上涨约80%。我们在2025年底及2026年初小幅减持了五谷磨房，但鉴于整体估值仍然较低，我们继续保留了大部分的持股。

需要强调的是，这类机会更依赖市场的极度悲观与随后而来的估值修复，可复制性较低，也更依赖情绪变化。对于五谷磨房这类“护城河一般但估值极低”的企业，我们会在安全边际明显收窄、当其估值不再显著低于净现金与可持续利润的保守估计（即安全边际显著下降）时，逐步退出。

展望

我们致力于从企业所有者的视角进行商业投资，而非仅仅交易股票代码。我们的长期目标是在合理或低估的价格，买入5-10家具备强大经济护城河、优秀管理层且我们能够理解的企业，并长期持有。

真正的优质机会总是稀缺的，加之我个人商业认知的局限，这意味着我们只有在极少数时刻能找到真正符合标准的标的。在大多数时间里，我们能做的就是持续学习、保持耐心，并在“胖球”飞过好击球区时果断挥棒。

你可能会注意到，截至2025年底，我们的前五大持仓占比超过了70%。这并非因为我们激进，恰恰是因为我们保守。当我们发现像谭木匠这样拥有极高护城河且估值极低的机会时，重仓买入是降

低风险的最好方式——因为在这样的价格下，亏损的可能性远小于平庸分散投资的风险。股价的短期波动不是风险，永久性的资本损失才是风险。只要我们持有企业的竞争优势稳固、现金流健康，市场的涨跌只是情绪的噪音，甚至是我们进一步增持的机会。

回顾过去两年，中国经济的宏观挑战以及地缘政治的迷雾，导致市场对中国资产给出了极度悲观的定价。这虽然令人沮丧，但也为我们提供了“捡金子”的绝佳窗口，让我们得以构建起如今这个高安全边际的组合。

但我们必须保持清醒：过去两年 28.6% 和 41.9% 的高回报是不可持续的。这些收益很大程度上来自于估值的剧烈修复（从极度低估回归到相对正常的水平），而非企业盈利的爆发式增长。展望未来，随着估值坑被填平，我们不能再指望通过市场情绪的逆转来轻松获利。未来的回报将更多地回归本源——依赖于我们所投资企业实实在在的内在复利增长。

虽然“捡便宜”的容易阶段可能已经过去，但目前中港市场整体估值仍处于合理区间。我们将继续在核心复利企业中寻找确定性，在低估类资产中寻找安全边际。短期市场无法预测，但只要我们拥有的企业在不断创造价值，时间的复利最终会忠实地反映在我们的净值中。

感谢您持续的耐心和信任。

另：为了确保管理人的利益与投资者的利益完全一致，我们将从 2026 年起实行“0-6-25”的费率结构。这意味着我们不收取任何固定管理费（0%），仅当年度回报超过 6%（门槛收益率）时，才对超出部分的收益提取 25% 的业绩报酬，且管理人的自有资金与投资者适用同一费率结构。我个人几乎全部的资金也都投资在这里，这一结构确保了只有当大家获得满意的回报时，作为管理人的我才能获得收益。

业绩报酬计算举例：

当年回报率	业绩报酬	费后回报率
5%	0%	5%
10%	1%	9%
15%	2.25%	12.75%
20%	3.5%	16.5%
25%	4.75%	20.25%