

## 2025 致合伙人信函

### 投资理念

首先，谨阐明我在管理与配置资产时所秉持的核心理念。我们的目标始终如一：通过以低于内在价值的价格买入优质企业的普通股，获取令人满意的长期回报。在债券收益率显著优于股票时，固定收益投资也会是我们的投资选择，但我主要的精力会集中于寻找卓越的公司。二者的不同之处在于，债券投资的关键在于评估偿债能力，而股票投资则更关注企业的商业模式与经营质量。

在评估年度业绩时，我们以标普 500 指数为基准。对于非专业投资者而言，低成本的指数基金投资通常是最有效的策略。由于我们的投资主要集中在美股市场，标普 500 指数是最合适的参照标准。若长期无法超越该指数，则意味着我未能为合伙人创造足够的附加价值。

正如本杰明·格雷厄姆所言：“短期来看，市场是投票机；长期来看，它是称重机。”价值投资者的长期视野可能长达十年或更久，我们通常期望股价在 3 至 5 年内逐步反映其内在价值。价值投资先驱们所强调的“准备、纪律、耐心、决断”，始终是我的行动准则。

### 市场回顾

2025 年是市场波动频繁的一年。人工智能热潮、贸易关税交锋，以及随之而来的贪婪与恐惧，共同塑造了市场的起伏轨迹。股价可以因 AI 相关资本支出消息而飙升，也会由于泡沫担忧而快速回调。尽管科技进步令人振奋，我在配置资本时仍将谨慎与深度理解商业模式置于首位。

整体来看，美股市场价格处于较高水平。我并不试图预测短期市场走势，然而观察并定量分析市场情况有助于把握更具吸引力的买入时机。

### 业绩说明

截至 2025 年 12 月 31 日，标普 500 指数（含股息再投资）年化回报率为 **15.45%**，我们投资组合的年化回报率（税前，含股息）为 **7.47%**。

虽然今年收益率落后于指数，但我对未来数年的回报充满信心，原因如下：

- **投资组合尚处早期阶段：**超过一半的持仓是在 2025 年中旬建立的，近三分之一的持仓为 12 月新增（你永远不知道好机会何时出现）。这些资产的内在价值尚未完全在股价中体现，预期其将在未来逐步释放。

- **计算方式影响真实年收益呈现：**这里计算收益率的方式，是将年度收益除以年度总投入资本（含年末较大笔追加资金），这种方式在一定程度上拉低了回报率百分比。为更准确反映业绩，自 2026 年起，新增资金将仅在每年 1 月投入。若年中出现显著机会且有大量额外资金注入，该部分资金将组成独立资金池进行投资。
- **持仓集中带来短期波动：**由于我们的投资组合高度集中于少数优秀企业，短期波动幅度较为明显。若以 10 月底数据计算，年内回报约 15%；而至本信撰写时，回报率约为 12%。这说明短期表现受时点影响显著，其对长期收益的参考价值不大。总而言之，我仍然对当前持有的企业充满信心，相信在未来 3 到 5 年可以实现扎实的长期回报。

## 投资操作与反思

尽管市场整体估值不低，2025 年的宏观环境仍带来一些购买机会。在市场目光聚焦 AI 之际，我得以在年底前将资金配置于一些价格合理、商业模式独具竞争力的公司。

同时，我也想坦诚分析今年操作过程中的两个错误，它们对我们的业绩产生了负面影响：

- **对分散投资风险的误解：**年初时，我识别出两家市盈率较低的汽车公司。它们价格水平相似，在不同市场区域拥有不同的竞争地位。其中一家品牌力较弱、管理透明度相对不足。由于关税的影响，我基于“分散地域风险”的理由同时购买了这两家公司的股票，其中小幅配置更弱的公司。结果两家公司表现截然不同：竞争力较差的公司因管理层问题股价下跌，即便及时止损仍造成 **21.89%** 的亏损；而另一家公司则实现了 **13.37%** 的年收益。反躬自省，由于对分散投资的长期误解而忽视了使用机会成本进行决策，这无疑是错误而愚蠢的。未来的投资组合的多样性应通过持有多家高质量公司来实现，而非投资于次优选择来“分散风险”。因此，即便现在我们的投资组合高度集中，我仍然认为它已经具备了足够程度的分散性。
- **面对买入时机犹豫不定：**这一错误虽然并不严重，但会侵蚀我们的潜在回报。在过往的投资中，我会采用“分批买入”的策略，即分成多次交易购买以平均成本。然而我认识到，通过深入研究确定市场价格远低于内在价值时，这种策略往往会让你错失良机。我必须运用充足的准备、耐心和纪律性来等待机会，并在机会出现时果断建立仓位，而不是分批买入。

值得庆幸的是，这些错误并未造成永久性资本损失。尽管巴菲特先生和芒格先生早已阐述过这些经验，但知易行难，即便进益缓慢，但我会锲而不舍，在持续学习中不断进步。

## 结语

2025 年是我们投资旅程的第一个完整年度。虽然回报率暂时落后于指数，但我们已成功构建了一个由优秀公司组成的投资组合，并对其长期增长潜力抱有充分信心。

为保持透明，我愿详尽说明投资方法与操作逻辑，但出于对投资想法的保护以及避免误导他人决策，将暂不公开具体持仓。如果有任何疑问或需要进一步交流，欢迎随时来信。

由衷感谢各位合伙人在我们起步之初给予的信任与支持。期待在未来的岁月中，与您共同见证价值的积累与成长。

杨明嵩

2026 年 1 月 6 日