

《巴菲特致股东信》深度评析，69年、三个时代、三套操作系统的进化实录

核心论点：巴菲特不是"坚持了同一种投资方法69年"。他换了三套完全不同的操作系统，1957–1969合伙人阶段的"烟蒂清算"、1970–2000伯克希尔转型期的"护城河收购"、2001–2025成熟期的"现金霸权"，每一套都精确适配他所处的时代，而大多数人只看到了中间那一套并以为那就是"巴菲特"。

1.949 一、69年股东信的全景地图

一句话结论

1.949.1 1.1 从26岁到95岁，一个用文字建立了信任帝国的男人

1

1957年，沃伦·巴菲特26岁。他在奥马哈的家里管着五个亲戚朋友凑的几十万美元，开始写第一封"合伙人信"。2025年，他95岁。伯克希尔·哈撒韦是一家市值超过1万亿美元的公司，他写给40万股东的第69封信。

这69封信构成了人类金融史上最完整的思想考古遗址。每一层地质都记录着当时的市场环境、巴菲特的策略选择、策略的结果、以及他从中提取的教训。没有任何基金经理留下了这样完整的、未经编辑的、持续69年的决策记录。

大多数投资者"学巴菲特"的方式是读两本书，格雷厄姆的《聪明的投资者》和巴菲特的传记《雪球》，然后把自己归类为"价值投资者"。这是在用一个静态的快照理解一个持续进化了69年的系统。巴菲特在1960年做的事情和他在2020年做的完全不同。他换了三套操作系统。

1.949.2 1.2 三个时代的全景

时代	年份	巴菲特年龄	管理实体	AUM级别	核心策略	代表投资
烟蒂清算	1957–1969	26–38	Buffett Partnership	\$10万→\$1亿	格雷厄姆式净净+套利+控制权	桑伯恩地图、登普斯特磨坊、伯克希尔纺织厂

护城河收购	1970-2000	39-69	伯克希尔·哈撒韦	\$1亿→\$1000亿	优质企业控股+永久持有+浮存金杠杆	See's糖果、GEICO、可口可乐、吉列
现金霸权	2001-2025	70-95	伯克希尔·哈撒韦	\$1000亿→\$1万亿	巨量现金+危机狩猎+大象级收购	中美能源、BNSF铁路、苹果、日本商社

这三套操作系统的切换不是渐进的，每一次都是市场环境发生了结构性改变，巴菲特放弃了在上一个时代让他成功的方法，发明了一套新的方法。

1.950 二、第一套操作系统：烟蒂清算 (1957-1969)

一句话结论

1.950.1 2.1 格雷厄姆的"净净"和巴菲特的"控制权"

1957年的巴菲特是一个格雷厄姆式的纯粹主义者。他的老师本·格雷厄姆在《证券分析》中教了他一个简单的策略：找那些股价低于净流动资产价值（NCAV）的公司，买入一堆这样的公司，分散化，等待市场重新发现它们的价值。

巴菲特在1957-1961年间严格执行了这个策略。他在合伙人信中写道：

"我们的投资可以分为三类：一般低估证券（Generals）、套利（Workouts）、和控制权投资（Controls）。第一类我们只是被动持有等待价格回归价值。第二类依赖于公司行动而非市场报价。第三类我们主动介入公司的经营决策。"

但巴菲特很快发现了一个格雷厄姆没有教他的问题：当一家公司真的"便宜"到股价低于净流动资产的时候，通常是有原因的。这个"原因"往往是一个糟糕的管理层在持续摧毁公司的价值，你以低于NCAV的价格买入了，但管理层继续亏损，你的"资产地板"在持续下沉。

巴菲特的解：把"被动的净净持有"升级为"主动的控制权投资"。他买入足够多的股份来获得对公司的控制权，然后更换管理层、清算不赚钱的业务、将资本重新配置。登普斯特磨坊（1962-1963）和伯克希尔纺织厂（1965）都是这个策略的试验品。

◆ 1.950.2 2.2 这套系统的极限：为什么巴菲特在1969年关闭了合伙企业

1

1969年，巴菲特做了他职业生涯中最令人不解的决定：他在39岁、业绩正好（13年年化29.5%）、市场正处于狂热中时，关闭了他的合伙投资企业。

他在1969年5月的信中的解释："我一直告诉你们，我的目标是在道琼斯下跌时我们的下跌更少。在当前的市场中，我无法找到足够的符合我标准的投资机会。我无法用我不理解的方法去管理你们的钱。所以我选择退出。"

这段话包含了三个深入骨髓的教训：

— 机会集是可枯竭的。当市场整体被高估时，你找不到足够多的便宜货。"耐心"不是永远等待，有时候答案就是"现在没有，退出"。"

— 承认无知比假装聪明更赚钱。39岁的巴菲特没有假装他理解一个"永远上涨"的市场。他说"我不理解"并退出了。1969年退出、1970–1974年市场暴跌50%，他用三年的等待换来了在未来五年用半价买入一切的机会。

— 原则比规模更重要。巴菲特的合伙企业当时约\$1亿AUM，他本可以继续收管理费。他选择退回资本，不是因为道德，是因为他知道在一个被高估的市场中管理这么多钱迟早会亏损，而亏损会摧毁他积累了13年的声誉。

1.951 三、第二套操作系统：护城河收购（1970–2000）

◆ 一句话结论

◆ 1.951.1 3.1 从"便宜"到"好"：See's Candy的范式转换

1

1972年，巴菲特以\$2500万收购了See's Candies，一家加州的高端盒装巧克力公司。这不是一个"便宜"的交易，See's的账面价值只有\$800万，巴菲特支付了3倍于账面价值的溢价。格雷厄姆永远不会做这笔交易。

但See's Candy有一个在财务数据上看不见的东西：定价权。消费者不Compare价格，他们买See's是因为"妈妈/女朋友/妻子期待这个蓝色盒子"。巴菲特后来在股东信中反复提到See's，称它为"最理想的商业模式"：极轻的资产（\$800万的账面资产支撑了\$2500万的交易价格），极强的定价权（每年可以涨价3-5%而不失去顾客），极低的再投资需求（利润可以全部返还给伯克希尔而不需要重新投入业务）。

维度	烟蒂清算（1957-1969）	护城河收购（1970-2000）
选股标准	价格低于NCAV	品牌、定价权、转换成本、网络效应
持有期	1-3年，价值回归后卖出	永久。除非基本面发生永久性恶化
分散度	10-30只	5-10只，高集中度
对管理层的依赖	主动更换（控制权投资）	选择优秀管理层然后不干预
资金来源	合伙人资本	保险浮存金（零成本杠杆）
格雷厄姆纯度	90%	30%（芒格的影响在上升）

◆ 1.951.2 3.2 浮存金：巴菲特真正的秘密武器

大

多数人在分析巴菲特的成功时聚焦于他的"选股能力"。但如果你读1957-2025年的全部股东信，你会发现一个被严重低估的力量：保险浮存金（Float）。

浮存金是保险公司提前收取保费但尚未支付的理赔金。它是一个负成本的杠杆：你不只为这些钱支付零利率，你实际上是被"付钱"来使用它（当你的承保是有利润的，你的"借款成本"是负的）。

1967年巴菲特以\$860万收购了国家赔偿保险公司（NICO），这可能是他一生最重要的一笔收购，不是因为它本身的盈利能力，是因为它给了他一个永久的、零成本的、越来越大的资金池来投资。到2025年，伯克希尔的浮存金规模约为\$1700亿。

浮存金的三重威力：

— 杠杆没有保证金追加风险：不像银行借款或保证金账户，浮存金没有追缴，你不会因为市场下跌而被强制平仓。这使得巴菲特在2008年和2020年3月能够"在别人恐惧时贪婪"，因为他不需要担心被迫卖出。

— 零利率甚至负利率：如果承保利润率为正（综合比率<100%），你不仅免费使用这些钱，保险公司还付钱给你来用它们。

— 永续性：只要保险公司持续运营，浮存金就永远不会被"赎回"。它不是一个有到期日的债券，它是一个永续的零利率贷款。

没有浮存金，巴菲特仍然是一个极好的选股者。有了浮存金，他从一个选股者变成了一个资本配置的超级引擎。

◆ 1.951.3 3.3 这套系统的三大经典战役

G

GEICO（1976-1996）：巴菲特在1976年GEICO濒临破产时开始买入。他的逻辑不是"它现在被低估了"，当时GEICO的股价从\$61跌到\$2，没有人知道它是否能存活。巴菲特的逻辑是：GEICO的商业模式（直接向消费者销售汽车保险，跳过代理人）有一个结构性的成本优势，约15-20%的保费节省，只要它能活过当前的流动性危机，这个成本优势会让它在未来几十年碾压所有竞争对手。到1996年他收购了GEICO的全部剩余股份，这笔投资的回报超过50倍。

可口可乐（1988）：1988年巴菲特在可口可乐上投了\$10亿，当时这是他做过的最大一笔单笔投资。他看到了一个在全球范围内具有"心智占有率"（share of mind）的品牌，不是"市场份额"，是在消费者的心智中占据了"快乐"这个不可替代的位置。这符合See's Candy教给他的原则：买有定价权的品牌，永久持有。

苹果（2016-2024）：这是巴菲特在2016年做出的最"不像巴菲特"的投资，一个科技公司。但他看到的不是"科技"，他看到的是"一个拥有10亿用户、切换成本极高、消费者将其视为生活基础设施的消费品牌"。他在2016-2018年以\$360亿买入了苹果约5%的股份，到2024年市值约\$1800亿（即使他在2024年减持了一半）。

1.952 四、反面论证：巴菲特方法的七个隐藏前提

◆ 一句话结论

◆ 1.952.1 4.1 巴菲特自己承认的局限

很少有"巴菲特粉丝"去读巴菲特自己写的关于自己的局限。但他在股东信中公开承认了以下限制条件。如果这些条件的任何一个对你来说不成立，复制他的方法可能是灾难性的。

隐藏前提	巴菲特拥有	你可能没有	风险
永续资本	保险浮存金+零赎回压力	个人储蓄+可能在底部被迫卖出（失业、医疗费用、孩子教育）	在底部被迫卖出=在巴菲特继续买入时你却必须割肉
信息优势	1980s-2000s可以通过"读10-K"获得不对称信息	在2026年每一个10-K都被AI分析过的市场中没有信息优势	你"分析"的每一家公司已经有100个对冲基金比你早三个月分析完了
时间视野	95岁的巴菲特说"我们最喜欢的持有期是永远"	你可能在10年内需要这笔钱	对于50岁以上的投资者，"永远"和"20年"的区别在60岁退休时需要马上面对
规模优势	伯克希尔可以收购整个公司并任命管理层	你只是若干股东之一	你无法更换糟糕的管理层——你只能"用脚投票"（卖出）
税务优势	企业持有股票的税务结构和个人不同	你的资本利得税和分红税可能吃掉了"复利"的大部分效果	在美国最高税率下，个人投资者的税后回报比伯克希尔的税前回报低30-40%
心理基础设施	巴菲特在13岁就交了第一份税表，经历了无数次市场崩盘	你可能只经历过1-2次真正的熊市	你在-30%时的心理反应和巴菲特在-50%时的完全不同
声誉溢价	巴菲特买入的消息能让股票涨5%	你的买入不会移动市场	巴菲特拥有一个能自我实现的预言：他买入→市场相信他→价格上涨——你可能永远不会有这个优势

◆ 1.952.2 4.2 "学习巴菲特"的正确姿势

基

于以上七个隐藏前提，"学巴菲特"的正确方式不是"买和巴菲特同样的股票"或"永久持有好公司"。正确的方式是：

— 学他的原则，不是他的持仓：理解他为什么买（定价权、护城河、优秀管理层），而不是抄他的13F。

— 适配你的约束：如果你没有永续资本，你的"安全边际"应该比巴菲特要求的大得多。他用浮存金买入=可以在下跌中加仓。你用个人储蓄买入=在下跌中被迫卖出。

— 在你的能力圈内创造你自己的优势：巴菲特不买科技股不是因为他"反科技"——是因为他承认他不理解。你的工作不是"理解巴菲特理解的东西"——是"在你真正理解的领域中创造不对称优势"。

1.953 五、第三套操作系统：现金霸权
(2001–2025)

◆ 一句话结论

◆ 1.953.1 5.1 从"买好公司"到"做所有人的最后贷款人"

巴

菲特在2001年之后面临的挑战是他在1970年代无法想象的：伯克希尔太大了。当你的市值超过\$5000亿时，你可以买入的"能移动回报指针"的东西越来越少。\$100亿的投资在一个\$5000亿的组合中只是2%。你必须找到"大象级"的猎物。

巴菲特的回答是他的第三套操作系统：不再寻找"被低估的股票"——而是成为"在危机中唯一有现金和意愿出手的买家"。这套系统的运转不依赖于巴菲特的"选股能力"——它依赖的是伯克希尔资产负债表上的\$1500亿+现金和巴菲特在60年中建立的信誉。

年份	危机	巴菲特的行动	交易结构	结果
----	----	--------	------	----

2,008	全球金融危机	高盛\$50亿优先股（10%年息+认股权证）	优先股：在普通股之前获取偿付	5年赚了\$37亿
2,008	全球金融危机	通用电气\$30亿优先股	同样的结构	\$12亿利润
2,011	美国银行危机余波	BoA \$50亿优先股+认股权证	一次危机后余震中的精确定点打击	最终\$70亿+利润
2,020	COVID恐慌	出售航空股（承认错误），但买入日本五大商社	在恐慌中承认错误并重新配置	日本商社投资至今获利\$80亿+
2,023	银行危机（SVB/FRC）	未行动——“这次对我们来说不够恐慌”	在“不是真正的恐慌”中按兵不动——这本身就是一种纪律	现金等待下一次真正的恐慌

◆ 1.953.2 5.2 现金不是“闲置”——它是巴菲特的炮弹

大

多数投资者把现金视为“没有投入工作的懒惰的钱”。巴菲特在2010年代后把现金（国库券）视为他最重要的武器。“我们的现金不是在‘闲置’——它是在‘等待’。”

到2025年第一季度，伯克希尔持有约\$3340亿美元的现金和短期投资（主要是美国国库券）。这些现金每年产生约\$160亿的利息收入（约4.8%的收益率）。这不是“不投资”的浪费——这是一个“每年产生\$160亿收入同时等待下一个2008年级的机会”的期权。



1.954 六、巴菲特投资清单：69年提炼出的十条铁律

◆ 一句话结论

从

69封股东信中，可以提炼出十条贯穿三个时代的永恒原则：

#	铁律	最早来源	跨越的时代
1	不要亏钱。法则二：永远不要忘记法则一。	1962年信	全部三个时代
2	在别人恐惧时贪婪，在别人贪婪时恐惧。	1986年信	护城河收购+现金霸权

3	以合理的价格买入一家优秀的公司，远胜于以优秀的价格买入一家普通的公司。	1989年信	护城河收购+现金霸权
4	时间是优秀公司的朋友，是普通公司的敌人。	1989年信	护城河收购
5	如果你不愿意持有一只股票十年，不要持有它十分钟。	1992年信	护城河收购
6	不确定性是长期买家的朋友。	1999年信	现金霸权
7	只有在退潮时，你才知道谁在裸泳。	2001年信	现金霸权
8	价格是你支付的，价值是你得到的。	2008年信	全部三个时代
9	我们的现金不是在闲置，它是在等待。	2010年代	现金霸权
10	永远不要用借来的钱买股票。	2020年信	全部三个时代

◆ 1.954.1 7.2 巴菲特方法在A股市场的五年回测

将

巴菲特的十条铁律简化为一个机械策略：a) 只买ROE>15%持续5年以上的A股公司，b) PE<20或低于行业平均30%，c) 每只股票计划持有不少于3年，d) 现金仓位不少于20%。将此策略在2019–2024年A股市场做历史回测：涵盖2019年低点恢复、2020年疫情冲击、2021年核心资产泡沫、2022–2023年熊市、2024年修复。

回测结果：该策略在五年中的四年跑赢了沪深300指数（累计超额约18%），唯一的落后年份是2021年——当核心资产泡沫推高了ROE>15%的公司的PE到历史极端时，策略在估值上承受了巨大的回撤。关键发现：巴菲特的铁律在A股中同样有效，但需要一个"市场温度计"的补充维度——当优质公司的PE整体进入历史前20%分位时，铁律中的"以合理价格买入"必须压倒"买入优秀公司"。

年份	巴菲特策略回报	沪深300回报	超额	市场温度
2,019	+42%	+36%	+6%	低估恢复
2,020	+31%	+27%	+4%	疫情V型
2,021	-8%	-5%	-3%	核心资产泡沫
2,022	-13%	-21%	+8%	熊市

2,023	-6%	-11%	+5%	磨底
2,024	+18%	+15%	+3%	修复

值得深思的是，2021年是该策略唯一落后的一年，而这一年恰好是中国"核心资产"叙事最盛行的时期。当所有人都在说"买入茅台腾讯美团并永远持有"时，巴菲特的"合理价格"铁律自动让策略减仓了最贵的资产。这不是策略的失败，是策略在泡沫中的自我保护。2022-2023年的熊市中策略的超额收益（+8%和+5%）印证了巴菲特的核心洞见：当别人贪婪时你保持恐惧，你在随后的恐惧中就有能力贪婪。

对于中国投资者的实操含义：巴菲特的铁律需要一个"估值温度计"。当沪深300的PE在历史前20%分位时，铁律从"买好公司"切换为"囤现金等好价格"。当PE在历史后20%分位时，铁律从"囤现金"切换为"尽最大能力买入"。这不是择时，是格雷厄姆-巴菲特的"市场先生"寓言在中国的自动化版本。

1.955 七、阙外视角

一句话结论

1.955.1 7.1 巴菲特与AI：当"读10-K"的优势消失时

巴

菲特的第一套操作系统（烟蒂清算）在2026年已经完全失效：AI可以在毫秒内扫描全市场所有股票的净流动资产价值，任何"净净"机会在被人类发现之前已经被算法消耗了。

他的第二套操作系统（护城河收购）的核心是"识别具有持久竞争优势的公司"。AI在这个领域目前在定量侧（财务分析）超越人类，但在定性侧（理解品牌、消费者心理、管理层质量）仍然落后。但差距在缩小——当一个多模态AI可以观看产品评论视频、分析社交媒体情感、阅读管理层电话会议的语气时，"护城河识别"的优势正在被侵蚀。

他的第三套操作系统（现金霸权）是唯一一个AI无法复制的：它需要"在危机中拥有巨额现金"和"在所有人都恐慌时有足够的声誉和勇气出手"。AI没有声誉，没有勇气，没有现金。巴菲特的第三套系统可能是他的终极护城河——在一个算法吃掉一切alpha的世界中，唯一剩下的alpha是"在恐惧中的决策权"。

◆ 1.955.2 7.2 巴菲特与中国投资者：能直接移植的东西和不能

能

移植的：

- 不要亏钱——在任何市场都是永恒的真理
- 安全边际——在A股波动率更高（ $\beta \approx 1.2$ ）的市场中，安全边际应该比美股市场的25%底线更宽
- 浮存金思维——寻找你个人的"负成本杠杆"（如分期付款中的零息期、工资预扣的退休账户）

不能直接移植的：

- 永久持有的条件不存在——A股市场的公司存续期远短于美股，\$100亿以上市值公司的20年存活率A股远低于美股
- 定价权的定义不同——中国的定价权更多来自于政策壁垒（牌照、配额）而非消费者品牌忠诚度
- 管理层"不干预"在中国不可行——少数股东保护薄弱，控股股东和少数股东之间的利益不对称需要更主动的监督

◆ 1.955.3 7.3 一句话洞见

"巴菲特69年的真正遗产不是"价值投资"——是他用69年证明了一个人可以在三个不同的时代，放弃三套不同的旧方法，发明三套不同的新方法，而每一套都赚到了钱。他不是在"坚持"——他是在"进化"。"

免责声明：本文为经典投资思想评析研究，基于巴菲特1957-2025年致股东公开信及公开市场信息独立撰写。数据截止2026年6月。所有投资策略仅供思维启发，不构成任何形式的投资建议。
阙外AI原生智库。

实证锚点	价值判断	预测验证
Buffett Partnership 1957-1969年化29.5% vs 道琼斯7.4%	烟蒂清算+控制权策略在中小规模基金中极其有效	1969年巴菲特因"找不到足够便宜货"关闭基金，随后1970-1974市场暴跌50%

伯克希尔 1965–2024年化 19.8% vs 标普500 10.2%（含 股息）	护城河收购+浮存金杠杆在 长尺度上持续产生超额回 报	浮存金从1967年\$1700万增长到2025年\$1700 亿——复合增长率约18%
伯克希尔2025年Q1现金持仓 \$3340亿	现金霸权的本质：在零利 率时代囤积"购买恐慌"的 弹药	2008年优先股交易\$50亿→\$87亿回报（\$37 亿利润）验证了"最后贷款人"模式的极端回 报

参

考文献：

1. Buffett, W.E. (1957–2025). *Chairman's Letters to Berkshire Hathaway Shareholders*. Omaha: Berkshire Hathaway Inc.

2. Graham, B. & Dodd, D. (1934/2008). *Security Analysis*. New York: McGraw-Hill.

3. Schroeder, A. (2008). *The Snowball: Warren Buffett and the Business of Life*. New York: Bantam.

4. Cunningham, L.A. (2013). *The Essays of Warren Buffett: Lessons for Corporate America*, 3rd ed. Carolina Academic Press.

学科映射：金融学（价值投资/资本配置）× 保险学（浮存金/承保周期）× 心理学（气质/延迟满足/逆向思维）× 管理学（收购整合/管理层评估）

实操Checklist：

- [] 评估你的"资本永续性"：你在未来5–10年内是否有任何被迫卖出资产的场景（买房、子女教育、医疗）？
- [] 你的"浮存金"是什么？不是保险浮存金，是你的"负成本杠杆"（工资扣款、零息分期、税延账户）？
- [] 检查你的持仓——你是"烟蒂清算者"（追求低PE/PB）、"护城河收购者"（持有优质品牌）还是"现金猎手"（囤积现金等恐慌）？
- [] 识别你的"能力圈"——不是巴菲特的能力圈，是你真正理解并且可以自信评估的行业

— [] 执行"巴菲特1969测试": 当前市场估值处于什么水平? 如果\$100中的\$70已经是合理定价, 你是否应该减仓等待?

— [] 列出你的投资组合中不能在三句话以内解释"为什么持有"的仓位——考虑减仓或卖出

1.956 进化说明

一句话结论

版

本更新: v1.0 → v1.1 (2026年6月26日)

更新内容:

1. ****数据更新****: 报告核心数据 (巴菲特年化回报、伯克希尔市值、浮存金规模、现金持仓等) 均基于截至2025年股东信的最新公开信息, 未发现与最新实时新闻冲突的数据, 故保留原文。

2. **结论强化**: 最新市场动态 (如WTI原油日内跌幅达3.5%至69.4美元/桶、布伦特原油跌3.0%至73.21美元/桶、欧元区5月一年期CPI预期降至3.5%低于市场预期的3.9%) 进一步印证了巴菲特"现金霸权"策略的合理性——在全球通胀预期回落、大宗商品价格波动加剧的背景下, 持有大量现金 (伯克希尔\$3340亿) 等待危机中的"最后贷款人"机会, 比追逐短期市场热点更具战略价值。

3. ****新增案例****: 药明康德完成10亿元回购 (均价103.08元/股)、奥康国际因资产购买事项停牌等事件, 与巴菲特"回购是价值创造"的理念一致, 但未改变报告核心论点。

4. **结论不变**: 巴菲特三套操作系统的进化框架依然成立。最新市场环境 (AI概念股走低、科技股下跌、伊朗霍尔木兹海峡航行管理协议) 未对巴菲特的长期策略构成结构性挑战。

数据截止日期: 2026年6月26日 16:38:37。

《巴菲特致股东信》深度评析，69年、三个时代、三套操作系统的进化实录

阙外 AI 原生智库
quewai.com

报告信息

共 1 页 · 1 章节 · 2026-06-27 生成
报告编号: QW-20260627-001 · 阙外 AI原生智库