



**Linden Rose Investment**

2018年第四季度  
致投资者的信

## 年度回报率

年度	蓄林投资	标准普尔) \$\$指数
2018年	-14.22%	-4.39%
2017年	11.57%	6.57%
2016下半年	11.57%	11.57%
自成立以来	11.57%	6.57%

## 尊敬的合伙人：

2018年全年，蓄林投资综合回报率为 -14.22%，同期标普500指数回报率为 -4.39%，蓄林投资落后标普指数10个百分点左右。自成立以来，蓄林投资的综合回报率为57.92%，同期标普回报率为25.57%。总的来说，2018年蓄林投资的表现不尽人意，但自成立以来，总的表现还算可以。早期合伙人的总回报还不错，2018年新加入的合伙人的回报率暂时比较难看。

正如我们在以前的季报里反反复复提过的，当我们表现好的时候，我们时时刻刻要提醒自己：股市有它的自然规律，有涨潮就会有落潮的时候，就好比冬天总会出现在秋天之后，表现差的季节也会有一天不知不觉到来。2018年就是这样的年份。如果分开看2018年每个季度，我们前面三个季度基本上持平，第四个季度随着大市回撤较多。

这一切都只是表象。

回顾2018年，如果要总结经验教训，我们的交易部分做的不够好。一方面我们卖股票的价格卖得不好（基本上没有卖），而买股票的价格又买的不够低。这可能是价值投资者的通病。好的公司拿在手上不舍得出手（找到优秀的公司不容易啊），股价稍微大跌一点，

如果有现金我们又很快扑进去了。我们唯有不断提醒自己，耐心，耐心，再耐心！我们会努力在交易方面做得更好，但是我们无法预测股市短时间的上下波动，所以大家在这方面要对我们有一个恰当的预期。

在股市上上下下波动的时候，我们稍做了一些仓位调整。2018年第一季度我们卖掉了亚马逊，因为在每股\$1500-\$1600的价位，我们很难说服自己不是在投机。我们在下半年卖掉了网易和京东（东哥出事之前，纯属巧合），大部分换成了拼多多，剩下的加到了其他仓位。在网易和腾讯同样大跌的情况下，我们毫不犹豫地选择了腾讯，因为腾讯的业务更加分散，不仅仅是靠网络游戏，而且垄断着中国的社交网络。我们几年来一直期盼的京东毛利提升和自我进化没有到来，相反，京东不断地建设大型物流仓库，以至于仓库都空着了还在建，让我们觉得，京东的商业模式已经到了天花板。很可惜的是，我们抛售这两支股票选择的时机都比较差。

表面上看，2018年我们有较大回撤；实际上从长远看，2018年给了我们一个建仓和调整仓位的很好机会（我希望三年以后回头看，这句话还是正确的）。当然如果我们能够做的更耐心一点，就更好了。如果仔细审查我们现在所拥有的公司，目前的投资组合，是蓄林投资创办以来最好的。除了拼多多目前还处在野蛮增长阶段尚未盈利，其他的公司基本上都是摇钱树、印钞机，而且他们的护城河也在不断扩大。

在股市大幅波动的日子里，我们也要提醒大家：我们的目标是长期回报，一年的短期波动不算什么。只要是股市，它就会上上下下波动，只希望股市往上波动而不能偶尔往下波动是不现实的。或者因为害怕熊市的到来，而被吓得逃离股市也是不理智的行为。没有人证明Timing Market能够成功。逃离了熊市的大跌，也很有可能就错过了牛市的大涨！2009年在金融危机中大赚一笔的“股神”，在后来的10年牛市中基本都消失了；而能够经得起金融危机的风波，在大风大浪中坚持持有好公司的投资者，虽然短期内经受了大幅度下跌的煎熬，但在后面的牛市里却赚了好多倍。正如一首歌歌词里说的：“不经历风雨，怎么见彩虹？没有人能随随便便成功！”

著名企业家兼投资者段永平曾经说过：“牛市以及熊市的投资策略”难道不应该是一样的吗？是啊，熊市和牛市的分别，只有回过头去看才看得清楚。处在熊市或牛市之中，你怎么区分什么是牛市、什么时候是熊市呢？等到你看明白过去几年是牛市的时候，熊市可能已经开始了。“等到布谷鸟叫时，春天已过”，等到你看明白熊市的时候，牛市可能已经开始很久了。再说，我们为什么要区分熊市和牛市呢？既然我们是做长期投资，最简单可行的办法，就是老老实实把钱投在好公司里面，跟着股市的风浪上去，也可能跟着股市下来，但总的趋势是往上走。就如巴菲特所说：“我们是要选能够在大风大浪里游泳的选手，而不是去预测风浪。”只要我们手中的公司的的确是伟大的公司，只要他们长期盈利增长，我们就不怕股价不涨回来。我们的目标是五年，十年，二十年翻倍，翻几倍，甚至几十倍。因为害怕股市可能跌20%，却因此丧失了翻几倍的机会，听起来是不是有点傻呢？

**下面我们就来说说我们组合里的新秀：拼多多（D88）。**

拼多多不是一家常规的公司。它在大家都觉得电商的格局已定（阿里巴巴和京东两个巨头占有大部分市场），历史书已经写完的时候，用短短三年的时间汇聚了将近四亿用户，两百万卖家，在拼多多平台上共同建立了一种新的购物模式。在截至2018年第三季度的12个月内，商家在拼多多平台上产生了3448亿人民币GMV。估计2018年全年GMV可能会超过4000亿人民币。

### 拼多多的商业模式A

拼多多的“拼”是通过前端消费者需求聚合，让高水平的工厂得到大量的动态销售线索，与消费者建立直接的动态连接。通过这种连接达到“定制化的大量生产+压缩中间环节的供应链”和“拼得多省得多”。

A

拼多多有一套系统化的运营逻辑，有很多给商品和商家破0的手段，有一些为基础销量积累数据的资源渠道和报名入口，通过这些报名入口，商家可能在卖几百单，一两千单货以后，后台就反馈了很多数据，比如价格合适否，服务质量如何，货品、物流又是如何，点击率转化率，退款率，纠纷率，针对这些数字，拼多多会给商品打分。然后根据这些分数，排名越高，能够获得拼多多系统分配的流量就越多。这个时候它就越跑越前，爆款就很容易做起来。换句话说，拼多多在前端，建立起了类似谷歌搜索排名的机制，越是可能爆款的商品，就越可能放在流量最大的地方，使得整个平台的效率达到最优化。

其他产品上，拼多多和其他电商的逻辑也不同，对于很多电商来讲，走的是搜索，其实是商品的宽度而不是深度。拼多多做的是爆款，做的是SKU的库存的深度。所以拼多多可以把商品的成本和毛利，压缩到极致，通过走量来解决问题。那这样做有几个好处是，产品的成本非常低。比起做宽度来讲，还有一个好处就是说库存相对会少很多，没有很多货。从这一点来看，拼多多就有点像好市多(Costco)了。SKU少，但量大，薄利多销。

拼多多通过拼团了解人，通过人推荐物，后期会过渡到机器推荐物。拼多多APP里几乎没有搜索，也不设购物车，你可以想像把今日头条下的信息流换成商品流就是拼多多。同时，和其他电商比，拼多多多少了购物车，简化了网购的流程，少了一个制约电商往7线城市或农村发展的瓶颈，使得7线农村老头老太太网购成为可能。

而拼多多之所以能够价格比商超便宜，是因为拼多多砍掉了所有的中间环节，虽然需要另外付快递费，但是售价比商超便宜一半，卖家比以前还赚得多点。

拼多多商业模式总结：

一方面，拼多多渠道深度下沉，因此通过市场向上重整了供应链，造就了可心柔、憨豆熊、中牟大蒜等自下而上成长起来的品牌。淘宝与京东依靠千百万商家和品牌主在各自擅长的领域施展拳脚，着重施力在平台运营与监管上，并不深入后端供应链。而拼多多则完全不同，拼多多通过改良供应链，促成了很多爆款。

另一方面，拼多多定位“多实惠、多乐趣”，与传统电商平台越来越丰富的SKU以及越来越高的客单价并行而不重合，走的是一条“低SKU、高库存深度”且多实惠的、截然不同的道路。简单来说，拼多多的“多实惠”是更加全面的、整体的实惠，单品价格更低；而传统的电商平台往往以店铺为主体，整个店铺排名可以通过单个低价竞品的打造得到提升。

因此，传统电商难以实现对全部单品的把控，也就无法控制整个平台的基调，最终在消费者等市场的选择下，走上了消费升级的大道。而拼多多则控制着单品分发，从而履行了“多实惠、多乐趣”的电商发展愿景。

总的来讲，拼多多正成为流量效率最高的一个电商平台。成本最低，效率最高。

### 拼多多的价值观

拼多多价值观核心是“本分”。本分这个词英文比较难翻译，大致意思是说“坚守自己的本职”，在我们这里有几层意思。

1. 要诚信，并成为值得信任的人
2. 要尽自己的本职，无论别人在做什么
3. 隔绝外力，回归初心，专注于做好自己应当做的
4. 不赚人便宜，即便我们能够
5. 出现问题，首先求责于己

A

### 拼多多的未来

供应链升级将是拼多多很长时间内的战略重点。拼多多的最终模式是使得上游能做批量定制化生产。当前，拼多多一直致力于打通供需信息链路，让产地和消费者之间的信息尽量对称。利用巨量的消费数据，反哺供应链和交易链，达到供给侧的融合增长。

### 拼多多的估值A

拼多多目前还处在野蛮增长阶段，要对它进行估值是非常困难的，我只能在这里毛毛估一下。

拼多多是一个电商平台，和淘宝类似，拼多多靠平台上的某些广告位获取收入。拼多多平台的货币化率上升很快，2018年Q3达到了2.5%。假设我们粗略估计拼多多GMV在2020年度达到一万亿人民币，再假设拼多多的货币化率达到4%（低于淘宝，考虑到拼多多平台效率高于淘宝，未来货币化率可能会高于淘宝），2020年拼多多的毛收入就是一万亿\*4%=400亿人民币。假设拼多多的毛收入里面一半是净利润（50%净利润率），那就是200亿人民币，约合30亿美元。如果我们给一个比较保守的20倍的估值，就是600亿美元，相当于目前拼多多市值的两倍。当然我们看好的是拼多多的长远未来，600亿美元只是粗略估计。

### 一点感想：A

拼多多从创立到上市只用了三年，被看做是一个创业奇迹。但实际上，提升产业链效率是个辛苦活。拼多多90%的员工毕业于国内外名校，很大一部分来自国内外互联网“大厂”。聪明人用最“土”的方法做最“苦”的事情，用最轻的互联网模式干最重的活，拼多多的崛起没有奇迹，所有奇迹的背后都是辛勤的汗水。拼多多在用户端通过人工智能不断地优化平台的效率，在供应链端不断地改造，打通环节，降低成本。成本越低，价格才可能降低，越低的价格就会吸引到新的客户。客户越多，流量成本就越低，爆款的可能性就越高。越多的爆款，又会吸引到更多的商家入住，由此形成良性循环的飞轮。

阿里有电商的基因，腾讯有游戏和社交的基因，他们进入对方的领域都很困难。拼多多的团队，做过电商，也做过游戏，是一个难得的既做过电商，又有游戏基因的团队。在拼多多成立三年的时间里，拼多多从拼好货到拼多多平台，到目前要扶持一千个品牌的“新品牌计划”，拼多多团队的进化能力令人赞叹。

从拼多多上市的时候主动放弃20%提价权，到所有员工期权都锁定三年；从打假的时候，黄峥要求员工“用钉钉子的精神，一个个去解决假货问题”，到推出生产可视化平台（即通过直播技术打通生产端与需求端之间的信息流，令产品设计、生产、制造全流程可视化），我们看到了拼多多“本分”，坚持做正确的事情的企业文化的强大的生命力，看到了拼多多这个公司勇于进取的精神。同时，拼多多目前所做的事情，也是帮助中国制造业转型，向品牌化进军，符合中国的发展战略，也带来了一定的社会效应。只有帮助社会解决问题，企业才更有存在的价值。有利润之上追求的企业，才能走的更远。有这样的CEO，这样的团队，这样的企业文化，这样的商业模式，只要给他们足够的时间，如果不出大的意外的话，拼多多某一天成为第二个淘宝是很有可能。也许“打着望远镜也找不到的对手”的日子，已经一去不复返了。

Á

拼多多Á黄峥Á

Á

1998年毕业于杭州外国语学校，2001年偶尔机会结识网易创始人丁磊，又经丁磊举荐给段永平。2002年浙江大学计算机专业毕业，2004年威斯康星大学麦迪逊分校计算机硕士毕业。之后加入谷歌，2006年段永平以62万美金的价格拍下了巴菲特的午餐，黄峥作为陪同曾经参与。2007年从谷歌离职创业。2015年4月创立拼好货，2016年9月，拼好货、拼多多宣布合并，黄峥担任新公司的董事长兼首席执行官。他先后经历了零售业、电商服务业及游戏的创业，拼多多是他的第四次创业。

Á



(1) 本科时遇到了丁磊，研究生遇到段永平，创业时丁磊、段永平、淘宝创始人、顺丰创始人都投了他，但黄峥仍说自己不混圈子。除了天赋、技术背景，他还是个能干脏活、苦活的狠角色。贝佐斯、巴菲特等，都是这类人。

(2) “本分”首先是不骗自己，做正确的事。骗别人最大的坏处是，最后把自己也骗了。这是黄峥从段永平那里学到的最重要的东西。本分和人品没啥关系，本分其实就是“理性”，是一切思考、计算、决策中的第一因素。

(3) 黄峥懂技术，但并不拿“算法”和“AI”忽悠人。拼多多招股书里令人不明觉厉的分布式智能系统，融入了人的算法。算法驱动的公司，在中国稀缺，有巨大的机会。

(4) 极少有CEO是系统工程学高手，即将技术、商业、社会、人性、市场中的不同变量，代入一个简洁完整的方程式，进行快速、锐利的决策。具备这类能力与天赋的CEO极少，黄峥有可能是其中一名。

## 拼多多总结：

拼多多早期利用微信平台低成本获得了大量的用户；在客户端通过人工智能和大数据，把平台效率提高到了极致；在供应链端通过砍掉中间环节，不断地对供应链的改造以降低成本，提升品牌；极高的性价比又进一步吸引了更多的用户，由此形成闭环。做过游戏的拼多多团队对人性的了解是其他电商所不具备的，通过在拼多多平台里面植入更多的游戏基因，让用户一旦进入拼多多平台，有一种“买的越多，省得越多”的感觉，流连忘返，欲罢不能。

我们研究拼多多有一个巨大的优势：就是我们一直都非常崇拜黄峥的导师段永平。从步步高到OPPO，vivo，我们深深地知道有“本分”、“平常心”价值观的企业文化是多么强大。这个世界上，没有几个人既能够做好实业，又能够做好投资。段永平是其中的一个，黄峥也是。越了解拼多多和黄峥，我们就越喜欢这个公司和它的团队。从黄峥的身上，我们能够看到年轻段永平的影子。如果我们仔细审查，就发现拼多多其实不需要在此时上市。拼多多上市之前的C轮融资资金还躺在银行的帐上，公司现金流一直是正的。这个时候上市的

拼多多，给了我们一个和拼多多一起成长的机会。在拼多多上市之后的“卖假货”骂声之中，我们在\$19附近建立了仓位。希望10年后回过头看，大家觉得今天这个价钱真便宜。

Á

**结语**

转眼之间蓄林投资就三年了。我们并没有像2017年回报率所显示的那么好，也没有像2018年回报率所展示的那么差，我们还是一如既往在做同一件事：努力找寻和跟踪伟大的公司，并和他们一起成长。我们坚持做正确的事，我们不断努力提升自己的认知能力，虽然前进的路可能是曲折的，但前途是光明的。谢谢所有至今为止陪伴着我们这个旅程的客户，还有那些关注我们成长的人们，我们期待着继续为我们的客户增长他们的投资。

如果您有任何问题，请随时与我们联系。您可以致电（973）841-7158或发送电子邮件至bing@lindenroseinvestment.com。我们总是乐于认识您认为可能从我们的服务中受益的或者希望了解更多关于我们投资理念的新投资者。如果您知道合适的客户人选，请让他们跟我们联系。

求知若饥，虚心若愚！

非常感谢！

管理合伙人：李炳林

管理合伙人：彭枫

2019年1月20日

Á  
Á

参考文章链接：

- (1) [拼多多黄峥致股东信](#)
- (2) [新经济NEO100 | 高榕资本张震：黄峥洞察人性，拼多多不止是“拼”](#)
- (3) [为何全国滞销的大蒜，能在拼多多上一天卖出4.7万单？](#)
- (4) [对话拼多多：爆款单品百万销量背后](#)
- (5) [反思拼多多：为什么是黄峥？](#)
- (6) [拼多多 \(PDDF.US\) Q3业绩超预期 社交模式持续释能，业绩维持高速增长](#)
- (7) [群起而攻，拼多多动了谁的奶酪？](#)
- (8) <https://zh.wikipedia.org/wiki/黄峥>
- (9) [拼多多黄峥：我们的终极定位是针对不同人群的Costco](#)
- (10) [拼多多没有奇迹：3000亿GMV背后的新供给侧改革](#)
- (11) [你们都在笑拼多多，我买了点儿他的股票（“拼多多简史”之一）](#)
- (12) [段永平的博客](#)

Á  
Á  
Á

本文件包含以及相关信息，仅供参考。它不是作为投资建议的来源，本身也不构成投资建议。您应该咨询Á 律师或其他专业人士来确定最适合您个人需求的内容。我们提醒您，不能假设我们今后的投资或投资策略Á 是肯定盈利，或者至少等于以前的业绩。您在使用本信中的信息或与本信相关的材料时应自行承担风险。ÁÁ

Á

蓄林投资每年的表现信息是基于所有客户账户（包括当年在不同时间开设的新账户）的总体业绩。本文所Á 述全部结果反映所有股息及其他收益的再投资，而我们投资的波动幅度可能高于用于比较的指数。个人账户的表现可能会有所不同，具体取决于他们的投资时间，增资或者减资的影响。蓄林投资的表现以税前时Á 间加权收益（VY Ü）为基础计算，并扣除所有已支付的管理费用和经纪费用。ÁÆFÍ ÁÆ 业绩为ÁÆFÍ ÁÆÁ ÁÆÁ ÁÆÁ 至ÁÆFÍ ÁÆÁ ÁÆÁ ÁÆÁ 期间。蓄林投资和标准普尔Á ÁÆÁ 指数均为同期。以上结果反映了基于Á 价值策略Á 投资的账户。请阅读我们的网站Á @] K@, . @] á^} i[ ^á ç^•q ^} d@{ Á 了解我们的投资策略。过去的表Á 现并不能保证将来的结果。所有投资都涉及风险，包括本金损失。标准普尔Á ÁÆÁ 是普通股价格的指数，通常被认为是美国股票市场的代表。指数表现包括股息，但不反映任何费用。所使用的指数并没有被选作比Á 较蓄林投资表现的代表性基准，而是将蓄林投资的表现与众所周知且广泛认可的指数进行比较。以上结果Á 是未经审计的，并使用蓄林投资券商账户的报告功能生成。蓄林投资对我们使用的内容可能获得的任何结Á 果不作任何保证或其他承诺。在没有先咨询自己的财务顾问和进行自己的研究和尽职调查之前，任何人都Á 不应该作出任何投资决定。在法律允许的最大范围内，如果任何信息、评论、分析、意见、建议和Á 域推荐Á 被证明不准确、不完整的或不可靠的，或者导致任何投资或其他损失，蓄林投资不承担任何责任。ÁÁ