

## 高瓴资本张磊采访文集整理

寻找伟大格局观的坚定实践者 .....	2
投资就是投人 .....	10
教育是永不退出的投资 .....	15
如何从一个实习生到百亿美元资金的掌舵者 .....	19
高瓴资本张磊：赚点钱就跑？没意思！ .....	24
张磊：越在不确定的年份，越能诞生和锤炼伟大的公司 .....	31
高瓴资本张磊：谁的研究更深刻，谁就能为风险定价 .....	35
高瓴资本张磊：新零售创新的核心，是不断为消费者创造价值 .....	41
“价值投资”领域教父级人物张磊：未来五年我看好这些行业 .....	44
张磊：以价值投资理念优化市场资源配置——PE 服务实体经济战略作用初探 .....	57

## 寻找伟大格局观的坚定实践者

更多课件 [www.kejian365.net](http://www.kejian365.net)

从 2005 年创办时用耶鲁大学投资基金办公室 (Yale Endowment) 提供的 3000 万美元,到如今的 110 亿美元资产管理规模,张磊带领高瓴资本(Hillhouse Capital Management) 成为亚洲地区植根于中国而着眼于全球的资产管理规模最大、业绩最优秀的基金之一,他本人也成为华人在全球投资界成功的代表。

可在张磊看来,这些只是结果,他更看重的是做事情的理念和方式。“我要做企业的超长期合伙人,这是我的信念和信仰。”因此,他一直在“寻找具有伟大格局观的坚定实践者”。

对价值观的坚持,让张磊选择将高瓴资本打造成亚洲独有的“长青基金”(Evergreen Fund) 模式,是他能够说服包括耶鲁大学捐赠基金等在内的超长期 LP 信任他的关键,而业绩数字和投资名单上如腾讯、京东商城、大润发、蓝月亮、去哪儿等知名公司,只是坚持所获的些许回报。

但坚持并非僵化。虽然重点投资领域包括互联网与媒体、消费与零售、医疗健康、能源与先进制造业等,但张磊称高瓴的本质是一家“投资于变化”的机构,在对话中他也多次谈及“世界永恒的只有变化”。所以,他觉得很幸运能够生活在这个创新层出不穷的时代里,并有幸帮助那些敢于拥抱变化的企业家实现梦想。

这位低调的投资人,此前并未接受过任何中文媒体的深度专访。在这次与我近 2 个小时的对话中,他却将自己的投资理念、投资哲学、投资方法和典型案例全面而扼要地进行了分享,对无法披露或正在进行的核心策略也坦率说“NO”。酣畅淋漓,却又意犹未尽。

42 岁的张磊告诉我,自己是 84 岁巴菲特“长期持有”的坚定信念执行者,也从被称为机构投资业导师、耶鲁投资基金负责人大卫·史文森身上收益良多。可他并没有想复制谁、成为谁。

他与高瓴资本所做的和继续做的,还会是“守正用奇”。

## 1.超长期投资

超长期投资是我的信念和信仰。总结来讲，第一点是把基金做成超长期结构的基金，第二点是所投公司和投资基金的理念要完全一致。

《21 世纪》：高瓴一直坚持“超长期投资”理念，如何理解“超长期”？如何坚持“超长期”？

张磊：我要做企业的超长期合伙人，这是我的信念和信仰。而高瓴基金的模式在亚洲也是独有的，我们是一家长青基金。

**我们认为投公司就是投人，真正的好公司是有限的，真正有格局观、有胸怀又有执行力的创业者也是有限的，不如找最好的公司长期持有，帮助企业把最好的能力发挥出来。**所以我们希望所投公司从早期、中期、晚期、上市乃至上市后一直持有。而非投一个 IPO，上市卖掉，再不停地找。长青基金的特点是投 PE 项目不用担心退出压力，公司上市后，只要业务发展前景可期，基金会继续持有。

超长期投资对出资人（LP）的要求很高，需要对投资人（GP）非常信任。我们选择的 LP 都是超长线资本，像大学捐赠基金、家族基金、养老金、主权基金，这些钱都是要传子传孙的。高瓴只给这样的投资者管钱，这些人也真正理解我们的战略，大家之间有着最少的隔阂。这种信任也是基于对人，哪天我不干了才要退出，只要我干下去，几十年就会永远地支持下去。**而只有你的资本是长期的，才有条件花时间和精力去思考什么才是具有长期前景的生意模式，什么样的企业值得持有 30 年以上。**

这种超长期投资人，总结来讲，第一点是把基金做成超长期结构的基金，第二点是所投公司和投资基金的理念要完全一致。

《21 世纪》：你的投资理念的最核心之处是什么？

张磊：**我要找的是具有伟大格局观的坚定实践者。特别少的人，特别少的公司能够有这个格局、执行力、能够把公司愿景推到那么高的高度，我们就要寻找**

**这样的人。**这个人怎么找到呢？有两种模式，一种模式是人海模式，到处参加各种会议，一个地方一个地方跑。我们采用的是研究型模式，就是通过研究发现哪个是最好的商业模式，然后我们再寻找跟最好商业模式契合的最好创业者，我们再一起发展。

这种研究模式让我们对事物有了深刻理解。如果理解的结果可以通过二级市场实现，我们就买入股票长期持有，如果没有这样的公司，我们就寻找私人市场。如果没有私人市场，我们就自己孵化。这个是长期做投资的人才有的能力。

我举个例子，2008 年我们研究中国消费品升级，那时很多基础消费品品类都被跨国公司占领，宝洁、联合利华就占领了家用洗涤市场。我们看到这些跨国公司本质上是有历史包袱的，无法抓住中国消费升级的趋势，就找到了当时做洗手液的蓝月亮公司创始人罗秋平，鼓励他做洗衣液。我们现在是蓝月亮唯一的外部投资人。而且第一天我们投入的时候公司本身是赚钱的，但我们成功地说服他不要赚短期的钱，要勇于进入新的品类，打败跨国公司，变成中国洗衣液的第一名。于是我们投资了以后，把它从一个赚钱的公司先变成亏损的公司，但这只是短期的亏损，今天赚的钱是原来的十倍，怎么做到这一点？就是通过更深的研究；得出的结论使得我们有能力容忍短期的亏损，从而带来更大的格局。这个创业者有这个梦想，跟我们的理念完全一致，所以大家在一起才能做出一番事业。我们的投资从某种角度上讲有点像孵化器，但更像是思想的孵化器。

真正的护城河

我经常在公司内部强调我们要善于甄别“虚假的护城河”，譬如政府保护，这类的护城河随时都有可能崩溃。而**长期创造最大价值的，并用最高效的方式和最低的成本创造最大价值的才是企业“护城河”的本质。**

《21 世纪》：你提出“在关键的时点投资关键的变化”，如何定义、判断这两个“关键”？

张磊：要研究，只有研究才能让你对变化有理解。研究是基于深刻的对事物本质的研究，方法见仁见智，有的人看一两个季度，有的人看一两年，有的人看盈利，我看东西是看看五年、十年、二十年的东西。我看的不是形式，我看的是

一个人本质上给社会有没有创造价值，只要你给社会创造很大的价值，早晚你会给所创的公司创造价值。

我把投资大致分为两类，一种是零和游戏，一种是蛋糕做大游戏。很多人的投资是前者，比如 pre-IPO 这种，我个人是不相信零和游戏的。我喜欢把蛋糕做大的游戏，就是我的思想、资本不能创造价值，我是不会投资的。

从这个角度来讲，就更需要对关键时点和关键机会的把握。什么是关键时点？就是大家都看不懂的时候。关键变化是什么呢？如果是一成不变的事情，实际上很容易被看见，这个世界永恒的只有变化。只有在变化的过程中我们才能去跟别人有不同的观点，而且是产生非常长期的不同观点。

我关注的是创造多大价值的机会，这就是我说的深入基础研究，在这个过程中我们多年来一直坚持持续深入的跨时间、跨地区、跨行业、跨类别、跨线上/线下的行业研究，所以高瓴能够深刻理解这些行业的长期内在发展规律和业务逻辑，从而准确把握行业与市场的变革要素和时点。

《21 世纪》：你提出“把最好的生意模式带给最好的企业家”，如何定义、判断这两个“最好”？

张磊：各种生意模式都有非常不同的变化。比如说简单的是卖产品的，但是如果提升附加值就可能变成卖一种服务，如果再抓住关键机会可能变成一个平台，使卖产品和卖服务的人都可以用这个平台。生意模式博大精深，在这个过程中一个企业家能看清楚生意的本质是什么，他的理念和格局观就是不一样的。

《21 世纪》：你并没有过创业经历和管理企业的经验，你怎么知道什么是最好的呢？

张磊：你说得对，但我有两点优势。首先，我们有幸天天跟最好的企业家打交道，而且是与他们发生剧烈变化的那段打交道，经常参与到伟大企业的创造过程中去，不管是当年的百度、腾讯、京东，还是今天的蓝月亮，去哪儿网。这个过程中你是有很大优势的，因为自己只做一家企业的话，你有可能被局限于自己的行业和自己的事业，**当你天天跟各种各样的企业打交道，从消费、互联网到先**



**进机械制造，甚至水泥，你就能够找到伟大企业的共同点。**

第二，我做高瓴本身也是个创业，从这个角度来讲我也是个创业者，在这个过程中我学习了很多，了解了文化、理念、人生的各种取舍。我也能够把自己的经验、情感与优秀企业家们分享、沟通。能否有通感，能否做到换位思考，是很重要的。我自己创业的过程，帮我更好地理解创业。

《21 世纪》：优秀的商业模式需要有“真正的护城河”，你是怎么发现这部分的？

张磊：这是很好的问题。可能永远没有正确答案。我觉得“真正的护城河”是长期创造最大价值的，而且用最高效的方式和最低的成本创造最大价值。怎么创造这种价值，在不同的环境和不同的时代是不一样的。在美国，二十世纪五十年代，品牌是最大化、最快创造价值的“护城河”，而随着互联网对品牌的冲击，品牌价值的护城河又不见得是最高效的方式，有人说在网上通过意见领袖创造价值效率更高。如我刚才说的，这个世界永恒的只有变化，护城河也不可能不变，优秀的公司是当互联网大潮袭来时，能够深挖自己的“护城河”，主动拥抱互联网带来的变化。如果一家企业亘古不变，这种企业永远不值得投资。从这个角度上讲，政府保护类型的“护城河”是非常脆弱的，这类护城河随时都有可能崩溃。我最看重的“护城河”是有伟大格局观的坚定实践者去挖造的护城河，这些人能不断地根据变化作出反应。那些赚快钱的人逐渐会发现他的路越走越窄，坚持做长期事的人的路才会越走越宽。

最大的风控是选人

这样的风控是个自我选择的过程，目光长远、想做大事且有大局观的企业家跟我们本身就很容易契合，而着重小利、玩零和游戏的人跟我们也不太适合。

《21 世纪》：你们的风险控制的手段、流程和主要关注点是什么？

张磊：财务上的风控都会做，这是基本的。但我们最重要的关注点是选到最合适的企业家。这个人能不能既有格局观，又有执行力，还有很深的对变化的敏感，以及对事物本质的理解，我觉得这种人很难找，大部分人都是在某一时期对

某一方面会很好，但是有的人能够通过和外面的交流把自己提升。

比如去哪儿网的创始人庄辰超和蓝月亮的创始人罗秋平，一个代表互联网，一个代表消费品。庄辰超，虽然年轻但多次参与到创业的过程，有很强的学习能力和对事物的洞察力，他能够在关键的时期把控股权卖给百度，说明他有很大的格局观，他的人生梦想是做成中国最大的旅游搜索平台。罗秋平本来可以过非常安逸的生活，不用冒这么大的风险，但他的人生梦想就是成为中国日化的第一名，打败跨国公司，变化给了他这个机会，他也抓住了关键机会。在这个过程中，他愿意放弃小富即安的一年一两亿利润的公司，不惜在前一两年把公司做多，为了未来开辟一个新天地，这是很强的格局观。

这样的风控理念反而是个自我选择的过程，目光长远、想做大事且有大局观的企业家跟我们本身就很容易契合，而着重小利、玩零和游戏的人跟我们也不太适合，走不到一起，对我们来讲反而省了很多功夫。

当然，有的企业家可能在某个领域内受不同的人影响，突然到了某个时间点不会把追求企业价值的最大化作为目标，有的人想去赚快钱了，有的人选择了更安逸的生活，我觉得这都可以理解。这个过程当中最重要的是大家互相很坦诚，你要有这种变化，就很坦诚地告诉我。好在到现在我还没有遇到这种事情。

《21 世纪》：投资了最好的企业家，又如何与他们形成良性、长期的伙伴关系？

张磊：我觉得这个时候就要摆正投资者的位置。我们这些年做得最好，就是永远摆正自己是投资人的位置，跟公司的创始人保持非常灵活的合作，这也令我们相对比较超脱，避免在公司运营上介入太深，同时我们通过深入研究形成的战略格局观点还可以帮助企业。

### 三个哲学观

“守正用奇”语出老子《道德经》的“以正治国，以奇用兵”；“弱水三千，但取一瓢”引申自《论语》，是说看准了好的公司或业务模式就要下重注；而“桃李不言，下自成蹊”出自《史记》，是说只要做正确的事情，不用去到处宣传，

好的企业家会找到我们。

《21 世纪》：你的投资哲学是西方的，还是东方的，抑或是一种结合？

张磊：我们整个公司虽然看起来像西方企业的做事方式，但我真正的投资哲学是源于中国的。

我有三个哲学观，也是在公司里反复强调并实践的。分别是：“守正用奇”、“弱水三千，但取一瓢”和“桃李不言，下自成蹊”。“守正用奇”语出老子《道德经》的“以正治国，以奇用兵”；“弱水三千，但取一瓢”引申自《论语》，是说看准了好的公司或业务模式就要下重注。而“桃李不言，下自成蹊”出自《史记》，是说只要做正确的事情，不用去到处宣传，好的企业家会找到我们。

《21 世纪》：从高中读《资本论》的少年，到考入人大，再到耶鲁求学。你个人性格、思维模式、行事方式中的变与不变是什么？

张磊：我对自己相信的东西的天真的追求始终不变，我相信的东西都会一直追求下去，甚至这个过程会显得非常地天真。

我变得更多的是能够更加理解这个世界与社会的复杂与多样性，更加宽容了。更加宽容以后，使人更容易能够站在别人的角度谅解别人，考虑别人的问题。

《21 世纪》：你最尊敬、认同的投资人是谁？大卫·史文森先生对你产生了什么样的影响？

张磊：我肯定是巴菲特的坚定信念执行者。我们更认可的是长期持有，很多人只是简单的价值投资者。巴菲特早期投资是捡便宜的思路，后来才变成了长期持有的思路，所以我更认可、学习巴菲特的中后期投资。从大卫·史文森身上，我觉得更重要的是学习到他对自己的信念像宗教一般地信仰，他可以去华尔街赚很多钱，但他都不去赚，就为了坚持自己的信念。

《21 世纪》：他是你未来成长的目标和榜样吗？



张磊：每个人最后都要做自己，我从每个人身上都能学到很多东西。

《21 世纪》：你觉得成功的投资人需要有哪些特质？

张磊：我在 2005 年创建公司的时候，我对我想招的员工的特质说了三个词，就是好奇、独立与诚实。对想干大事的，想有更高成就的人，除了这三点以外还要有一个很宽容，很能够欣赏别人，还要有很强的想象力。你能释放自己的想象力，第三个是很好的身体。

《21 世纪》：你在创业高瓴过程中的最深感触是什么？你本人的领导风格是怎样的？

张磊：创业中感触最深的是对价值观的坚持，“不忘初心，方得始终”。

领导风格有点儿无为而治吧。我只要信任你，就会给你足够的空间去发挥与发展。

PDFMRB (搜索微信公众号“价值投资牛股 (ValueFirst)”, 下载更多研报资料)

## 投资就是投人

伟大的企业家不是看每个人都是竞争对手，有的人看每一个人都是竞争对手，每天生活在焦虑中，当然这也是一种驱动力，但这种驱动力是不可持续的，从心理上、精神上、肉体上都是不可持续的。

一、思路想法说清楚、双方了解多一些创业与投资就好比夫妻俩结婚，首先最重要的是诚实。

双方在约会的期间，要把各种问题缺点、优点、生活习惯说清楚搞明白，开诚布公，当然也别指望着谁能改变对方。我希望创业者表现出来的更多是真实，我是烧钱的模式我就说我是烧钱的，真实地表达自己，总有适合你的投资人。你相信什么事儿，我相信什么事儿，如果大家能够碰得上就在一起合作，碰不上就不合作。

但是你不要见一个投资人，这个投资人喜欢精耕细作的，你就说你来自江南水乡来的。你老在变，虽然融资做得很快，但到最后会出现问题。一个企业要发展起来是有很长的路要走的，我非常不喜欢公司过早改变公司的战略和思路。

最后你这个商业模式盈不盈利，可以赚多少钱，不是由你来决定的，而是由你给这个社会、给消费者创造了多少价值来决定的。

现在有太多的人在培训创业家，但是培养的时候要强调他们把自己真实的一面表现出来。夫妻俩，每一次见面老是化那么浓的妆，什么都看不出来，将来都看出来了，双方都会后悔。

所以我们在前期宁可慢一点，把这个路线、思路想法说清楚，双方了解多一些。

二、永远不要低估每天存心跟你做交易的人虽然我每次投资都是做一颗红心两手准备，冲着相伴终生目的去的，但有时候你不得不接受现实。我讲一个本来我以为能变成「金婚」却很残酷地变成一夜情的故事。

这个企业是一个很好的企业，是做先进制造的。当时我们做了大量的调研，在我们喜欢的这个行业，这家公司几乎符合了我们分析时的所有模型。这位企业家也很优秀，和我们交流时账面清楚、目光长远，让我们谈完就想定终身。

但后来这位企业家很不幸地遇到了全世界著名的投资银行，投资银行天天带着他参观各种各样的国际企业，在 2007 年金融危机前成功地鼓动了他在最高点进行跨国并购，最终他并购了一家意大利的公司。

他以为投资银行会与他共进退，免去了后顾之忧，但是仔细看了条款才发现了一些问题。当时要不是有资金的支撑，好好经营的企业就差点破产了。

我从中学到的有这么几点：人是会变的，要多做准备；大环境改变不了，争取营造小环境；永远不要低估每天存心要跟你做交易的人，有些人以交易为主就喜欢买卖拆分等等，这些人我现在都比较警惕。

三、广积粮、高筑墙、缓称王。如果要我给创业者建议，我会建议大家以史为鉴，朱元璋「广积粮，高筑墙，缓称王」的战略在创业中很受用。你没必要还在做 A 轮的时候就让全世界都知道你有多牛，或者认为要做成怎么样怎么样。

要不断地思考，你的护城河在哪里。你每天早上起来多做一天的工作，是不是在增加你的护城河，还是在减小消耗你的护城河。我觉得「真正的护城河」是长期创造最大价值的，而且是用最高效的方式和最低的成本来创造最大价值。

怎么创造这种价值，在不同的环境和不同的时代是不一样的。在美国，二十世纪五十年代，品牌是最大化是最快创造价值的「护城河」，而随着互联网对品牌的冲击，品牌价值的护城河又不见得是最高效的方式，因为有人说在网上通过意见领袖创造价值效率更高。

这个世界永恒的只有变化，护城河也不可能不变。优秀的公司是当互联网大潮袭来时，能够深挖自己的「护城河」，主动拥抱互联网带来的变化。如果一家企业亘古不变，这种企业永远不值得投资。

从这个角度上讲，政府保护类型的「护城河」是非常脆弱的，这类护城河随时都有可能崩溃。我最看重的「护城河」是有伟大格局观的坚定实践者去挖造的护城河，这些人能不断地根据变化作出反应。那些赚快钱的创业者逐渐会发现他的路越走越窄，而坚持做长期事业的创业者，他的路会越走越宽。

四、容忍短期亏损、带来更大格局伟大的企业家不是看每个人都是竞争对手，有的人看每一个人都是竞争对手，每天生活在焦虑中，当然这也是一种驱动力，但这种驱动力是不可持续的，从心理上、精神上、肉体上都是不可持续的。

我所看到的伟大的企业家之间既是竞争对手，又是合作伙伴，有非常开放的精神，对竞争对手和消费者有极强的同理心，有极大的格局观。大格局观的企业家愿景远不同于简单地赚取短期利润，一个卖商品的企业家不能光想着我的生意是卖商品，应该想我的生意是创造幸福。

投资就是投人，要求企业家不仅要有格局观，还要有执行力、对变化的敏感，以及对事物本质的理解。这种人很难找，大部分人都是在某一时期某一方面会很擅长，但有的人能够通过和外面的交流把自己提升。

如何找到这些优秀的企业家？我们采用的是研究型模式，就是通过研究发现哪个是最好的商业模式，然后再寻找与最好商业模式契合的最好创业者，我们再一起发展。

举个例子，2008 年我们研究中国消费品升级，那时很多基础消费品品类都被跨国公司占领，宝洁、联合利华就占领了家用洗涤市场。我们看到这些跨国公司本质上是具有历史包袱的，无法抓住中国消费升级的趋势。

我们就找到了当时做洗手液的蓝月亮公司创始人罗秋平，鼓励他做洗衣液。我们现在是蓝月亮唯一的外部投资人，而且第一天我们投入的时候公司本身是赚钱的。

我们鼓励他不要赚短期的钱，要勇于进入新的品类，打败跨国公司，变成中国洗衣液的第一名。罗秋平也看到了变化，并抓住了变化。虽然我们投资了以后，蓝月亮从一个赚钱的公司先变成亏损的公司，但这只是短期的亏损，今天赚的钱

是原来的十倍。

我们深入的研究使得我们有能力容忍短期的亏损，从而带来更大的格局。这个创业者有这个梦想，跟我们的理念完全一致，所以大家在一起才能做出一番事业。

当然，有的企业家可能在某个领域内受不同的人影响，突然到了某个时间点不会把追求企业价值的最大化作为目标，有的人想去赚快钱，有的人选择了更安逸的生活，我觉得这都可以理解。这个过程当中最重要的是大家互相很坦诚，你要有这种变化，就要很坦诚地告诉我。

五、回归本质、真正创造价值而传统企业，与其一直要把互联网作为工具，用各种各样的姿态来拥抱互联网，还不如回到基本上想想：消费者到底要的是什么？我怎么增加价值？

从基本面来讲，谁最能理解消费者、发现消费者的需求，甚至在某些程度上引导消费者的需求，因为消费者不知道自己想要什么，这种能力给了互联网时代更多的机会来实现这种可能。

还是拿我们投资的蓝月亮公司来举例。洗手液、洗衣液是非常普通的家居用品，但罗秋平一直在想消费者需要什么。在之前的研讨会上我就问他：你的动力是什么？我希望他说出「高大上」的话，但他很认真地看着我说，他希望每天看到衣服更干净一点，他是真正发自内心地想改善和提高消费者的体验。

还有我们投资的一个母婴用品的企业家，一直受困于零售的线下效率低，他一直在想怎么才能把效率提高一些。最终我们给了他一些启示，使每一个销售员能够在网络上维护自己的客户，提高了服务的效率。而当用户体验到更好的服务时，他会有更大的消费倾向。

不管是产品的属性还是销售的属性，我觉得只有回到本质上来讨论问题，才能真正地创造价值。当你创造了价值以后，销售利润和市值都会跟随而来的。

六、拥抱创新、开放共赢我相信投资人能够与企业家形成良性、长期的伙伴



关系，关键是摆正自己的位置，避免在公司运营上介入太深，同时通过深入研究形成的战略、格局、观点来帮助到企业。

我不太相信一个非创业者的公司能走得很远，当最初的创始人失去创业者心态而变成打工者时，这个企业离被颠覆已经不远了。

而从企业家的角度来讲，需要用更开放的眼光看待你所遇到的问题。除了吸收投资人的建议以外，你还需要多找一些没有利益冲突的第三方来考量你遇到的问题。大家要相互多一点感恩，多一点同理心。

我们认为这个世界永恒不变的只有变化本身，变化催生创新，所以我们投资变化，而不是投资于垄断所赚取的超额利润。我们认为垄断从基因角度来看并不能形成创新。只有不断地迎接、拥抱创新，才能形成一种善意的价值创造，形成让蛋糕更大的、开放共赢的局面。

我相信我们生活在一个伟大的时代，我们生活在一个激动人心的时代，我们要怎么对这个时代进行感恩？相信中国，重仓人才，投资未来。

## 教育是永不退出的投资

导读：在大众创业、万众创新的时代大潮下，高瓴资本表示将以高礼研究院为平台，持续提升大学生就业和创业能力，助力中国社会创新和创业发展。“重仓人才，就是我们要帮助人才形成正能量，能量圈，绽放自己，温暖别人。”除此之外，高瓴资本也就如何应对资本寒冬表达了看法

日前，高瓴资本在“2015 中国企业家峰会暨高瓴资本十周年庆典”上开启了高瓴人才“绽放计划”，活动现场高礼学生闵昂分享了自己的成长经历，不久前他刚刚向高礼研究院捐款 1100 万人民币设立奖学金，毕业短短两年时间内个人捐赠如此额度资金，这在中国高校史上非常罕见。

2011 年高瓴资本创始人张磊捐助建立了高礼研究院，希望将国际顶端教育资源引进国内，打造培养未来青年领袖的世界级平台。从被培养的年轻人到年轻人回馈研究院设立奖学金，高瓴和年轻人之间已经形成了一种良性的、温暖的互动机制。张磊曾说过：“在投资方面，我最大的乐趣就是帮助有格局的企业家实现梦想。在教育方面，我喜欢与具有伟大格局观的企业家共同发现英才，培养英才，发现价值、创造价值。”

在大众创业、万众创新的时代大潮下，高瓴资本表示将以高礼研究院为平台，持续提升大学生就业和创业能力，助力中国社会创新和创业发展。“重仓人才，就是我们要帮助人才形成正能量，能量圈，绽放自己，温暖别人。”

除此之外，高瓴资本也就如何应对资本寒冬表达了看法。

以下是高瓴资本创始人张磊的主旨发言实录：

非常感谢这么多企业家、这么多朋友从全世界各地专程而来，包括纽约、硅谷、欧洲、伦敦、中国各地的投资人，大家欢聚一堂，和我们一起分享今天的大会主题——绽放。

今天我觉得谈绽放这个主题尤为重要，因为最近大家都在谈资本的寒冬。当创新

遇到悲观情绪的时候，我们能做的就是重新审视自己：我们当初为何心潮澎湃？为何放弃很多而做了这样的选择？这个过程中究竟是在创造什么价值？勿忘初心，方得始终。

今天是高瓴的十周年，我想用一个小小的案例来分享一下高瓴这十年。十年前，我创业的时候，只有很少一点点钱，2000 万美元。今天，我们一些最早期的投资人也在这里，包括耶鲁基金的大卫·史文森，也包括其他最早期的投资人都在座。那时候我一个人带了四五个人一起创业。他们有一个共同点，就是没有一个人做过投资，但我们都有一个想法，就是要自己搞明白正确的投资应该是怎样的，应该怎么做，而不是拷贝流行的做法。所以说勿忘初心的第一点，就是要回到事物的本质，去真正地思考什么是正确的、应该做的事情。

当时我找我的一个大学同学跟我一起创业，他说：“你创业的想法非常好，但是对我来说风险有点高，我把我的老婆派到你这来吧。”十年过去了，她现在是我们公司排名第二的合伙人，她就是 Tracy Ma。Tracy 从公司的助理做起，一直做到我的副手，是一个人的价值不断绽放的典型。

高瓴自己的长期投资理念到底是什么？

很简单，就是找一群靠谱的人，一起做点有意思的事儿。今天在座的企业家也是我们一直在找的靠谱的人。大家一起做有意思的事情，就是不断去创造价值。

做投资有很多种方法，有的人相信零和游戏，有的人认为自己总能比别人更擅长在中国这样的资本市场中博弈。高瓴要做“正和游戏”，大家一起把蛋糕做大，做能够传播正能量的事情，这是我们的初衷，也是我们每一步都在坚守的理念和信仰。

怎么做到这一点呢？

我们非常强调深入研究，并把我们的研究成果分享给我们投资的企业。昨天我们做了一整天的内部分享。我们认为这个世界永恒不变的只有变化本身，变化催生创新，所以我们投资于变化，而不是投资于垄断所赚取的超额利润。我们认为垄断从基因角度看不能形成创新。只有不断地迎接、拥抱创新，才能形成一种善意

的价值创造，形成让蛋糕更大的、开放共赢的局面。

我们投资于大格局观。大格局观的企业家愿景远不同于简单地赚取短期利润。一个卖商品的企业家不能光想着我的生意是卖商品，应该想我的生意是创造幸福，创造幸福的方式之一是卖商品。所以，当周富裕（周黑鸭的创始人）和我说，他的生意本质不是卖鸭脖，他的生意本质是娱乐公司时，我在他的身上看到了格局观。

我们要充分发挥高瓴在投资形式上的灵活性。我记得在高瓴第一期基金成立的时候，我们就选择了做长青基金。长青基金到底是一个什么样的模式呢？就是我们的投资人跟我们之间的 investment mandate（投资契约）规定，we can do anything that makes sense。只要是 make sense 的（有价值有意义的），我们都可以做。这可能是世界上最简单的一种模式——投资人给你开了一张空白支票，“你可以干任何你认为有意义的事情”。但我认为这也是最大的挑战，就是需要你在无数诱惑下，更加专注，扪心自问什么是最有意义的事情。

今天高瓴秉承守正用奇的理念，做正确的事情，但是不拘泥于一级市场、二级市场、早期投资，风险投资、PE、buyout、公司并购等各种各样的形式，而是根据实际需要灵活投资。我们不断问自己，什么是 make sense。We can do anything that makes sense, but we don't have to do anything，这也是高瓴投资的一个原则。我们不会像天女散花一样做很多投资，我们要把最好的精力、最好的资源，集中投资于我们最信任的企业家。

我希望能够长期把高瓴这种 we don't have to do anything, we only do things that make sense 的模式持续发展下去。为什么今天我们站在这里，用十年经验来跟大家分享，和大家一起探讨？因为我相信我们生活在一个伟大的时代，我们生活在一个激动人心的时代，我们要怎么对这个时代进行感恩？相信中国，重仓人才，投资未来。

昨晚，我们开启了高瓴人才“绽放计划”。高瓴资助建立的高礼研究院，已经陆续培养了 700 多名毕业生。其中一位仅毕业两年多的学生，近日宣布对高礼研究院捐赠 1100 万人民币。毕业如此短的时间，向母校捐赠如此大额度的资金，在中国高校史上是非常罕见的。重仓人才，就是我们要帮助人才形成正能量、能

量圈，绽放自己，温暖别人。

大家可能知道，高瓴在整个亚洲都有投资企业，包括印度、印尼等。我们不仅多年来投资国内教育，为了培养国际化复合人才，很快还会与国外企业联合设立奖学金计划。我们的奖学金计划不给学员任何负担，学员可以自己决定创业与否，如果创业是否拿我们的钱，不拿我们的钱也没有任何关系。我们做这些事的目的是希望把我们的所学以及所得的温暖传播给每一个人。

最后我想讲的是，大家都会遇到很多的挑战和困难，现在有很多人说资本寒冬来了，我想跟每一个人说，只要我们勿忘初心，苦练内功，重新回到事物的本质上，就不会害怕寒冬。当你做好准备的时候，你就会发现一件神奇的事情降临：那就是幸福来敲门。当幸福来敲门的时候，我们一定要在家。让我们一起绽放，让我们一起等待幸福敲门。谢谢大家！

PDFMRB (搜索微信公众号“价值投资牛股 (ValueFirst1)”) 更多研报资料



## 如何从一个实习生到百亿美元资金的掌舵者

高考状元、人大本科、耶鲁硕士、师从投资教父大卫·史文森 (David F. Swensen)，拿着恩师提供的 3000 万美元创业，启动投资生涯。2005 年，创业伊始，他就投资了腾讯，当时腾讯市值不足 20 亿美元，如今腾讯市值已经超过了 1900 亿美元，他依然持有腾讯股票。入股京东，账面收益翻 40 倍。他，是高瓴资本 (Hillhouse Capital) 创始人张磊。

张磊的履历金光闪闪，际遇和能力让人羡慕。他投资的企业在各自行业都是数一数二，如腾讯、百度、京东、去哪儿、蓝月亮、美团、万得资讯、滴滴打车等 (附表)。截至 2014 年年底，高瓴资本管理的资金规模超过 180 亿美元。张磊也以 65 亿元财富跻身“2015 新财富 500 富人榜”，位居第 279 名。

### 做企业的超长期合伙人

高瓴资本采用的是长青基金 (Evergreen Fund) 的模式，特点是不用担心退出压力，公司上市后，只要业务发展前景可期，基金可以长期持有。实现这种模式，需要具备两个要素：一是所投公司的经营理念需要和基金一致，要有长远的格局观、胸怀和执行力；二是出资人 (LP) 中短期没有退出需求，基金管理人 (GP) 可以按自己的理念进行长期投资。

长期投资对 LP 的要求很高，LP 需要对 GP 非常信任。高瓴资本受托管理的资金主要来自目光长远的全球性机构投资者，包括大学捐赠基金、慈善基金、主权财富基金、养老基金及家族基金等。当资本是长期持有时，GP 才有条件花时间思考什么是具有长期前景的商业模式，什么样的企业值得持有 30 年以上。

张磊之所以可以得到这些海外长期资本的青睐，不仅靠的是独到的投资眼光，也与其经历息息相关。他师从耶鲁大学基金首席投资官大卫·史文森，也是巴菲特长期持有思路的坚定执行者。史文森主导的“耶鲁模式”使其成为机构投资的教父级人物。耶鲁模式超越了简单的股票和债券投资，取而代之的是 PE、房地产投资和对冲基金。PE 成为“耶鲁模式”投资组合的核心，并得到了许多基金的效仿。前摩根士丹利投资管理公司董事长巴顿·毕格斯说：“世界上只有两位真正

伟大的投资者，他们是史文森和巴菲特。”

高瓴资本成立初期的 2000 万美元启动资金，就是来自耶鲁大学捐赠基金，后来史文森又追加了 1000 万美元给自己的爱徒，帮助他在国内开展自己的事业。在耶鲁大学的求学经历对张磊来说至关重要。这段经历为他作为投资人的职业生涯奠定了基础，也是其投资理念的形成期。

出生于 1972 年的张磊，来自河南驻马店的一户普通家庭，父亲是当地外贸局干部。他以驻马店地区文科第一的成绩进入中国人民大学国际金融专业就读。1998 年他赴美国耶鲁大学求学，后获得耶鲁大学工商管理硕士及国际关系硕士学位。张磊在耶鲁大学读书期间，为了挣学费，曾在史文森领导下的耶鲁大学投资办公室工作，这段经历让他耳濡目染了史文森的投资理念和技巧，为其投资生涯打下基础。

毕业后张磊在全球新兴市场投资基金工作过一段时间，主要负责南非、东南亚和中国的投资。此后其又担任纽约证券交易所首任中国首席代表，并创建了纽约证券交易所驻香港和北京办事处。2005 年，张磊创建高瓴资本集团。

在张磊看来，史文森教给他最重要的东西是对自己的信念要像宗教一般地信仰，不忘初心，方得始终。张磊的信仰，正是做企业的超长期合伙人。有着耶鲁大学捐赠基金的支持，张磊的事业得以启动，并逐步得到了其他更多长期基金的支持。为了回报耶鲁，2018 年初，张磊捐赠了 888.8888 万美元给母校，创下了耶鲁毕业生单笔最大个人捐款纪录。

弱水三千，但取一瓢

“弱水三千，但取一瓢”也是张磊的投资哲学，原意是警醒人们在一生总可能会遇到很多美好的东西，但只要用心好好把握住其中的一样就足够了。对于张磊和高瓴资本来说，则是看准了的公司和业务模式就要下重注。

“具有伟大格局观的坚定实践者”，是张磊的投资对象。他也坦言，特别少的人和公司才有这种格局和执行力，能够把公司愿景推到那么高的高度。为了找到这样的公司和创业者，高瓴资本采用的是研究型战术，通过研究发现哪种模式最有

前景。如果可以在二级市场找到这种公司，就买入股票长期持有，如果没有这样的公司，高瓴资本再寻找跟这种商业模式契合的创业者，再不行就自己孵化。

在投资的过程中，最大的风险是选人，张磊最重要的关注点也是寻找最合适的企业家。这个人既要有格局观、目光长远、想做大事、有执行力，还要有很深的对变化的敏感和对事物本质的理解，而注重小利、玩零和游戏的人会被高瓴资本排除在外。他也坦言，大部分人都是在某一时期或某一方面很好，有的人可以通过和外界的交流提升自我。

去哪儿的创始人庄辰超和蓝月亮的创始人罗秋平都是张磊的投资对象。在张磊眼里，这两人都是想做大事的人，目光长远，一个要做中国最大的旅游搜索平台，另一个要打败跨国企业，成为中国日化的龙头。他们都有格局观。庄辰超虽然年轻但是多次参与创业，有很强的学习能力和对事物的洞察力，在关键的时期把控股权卖给百度，享受百度带来的巨大流量。罗秋平本来可以过非常安逸的生活，但他愿意放弃小富即安的一年一两亿元利润的公司，不惜在前一两年把公司做亏损，为了未来开辟一个新天地。

找到合适的人只是第一步，敢于下重注才能达到预期的效果。在高瓴资本投资过的案例中，最为津津乐道的是张磊和刘强东的故事。当时，轻资产模式在电商领域已经被阿里巴巴做到了极致。张磊经过研究后发现重资产领域，类似 UPS 的整合供应链模式还有机会。他也在寻找重资产领域的公司。当时很多电商创业者都往轻资产模式上靠，只有刘强东很诚实地跟他说想做重资产这块。两人一拍即合。

最初，刘强东只想找张磊融资 7500 万美元，但张磊跟他算了一个账，“这个生意如果不砸钱是看出来行不行的，要么不投，要投我们就投 3 亿美元”，他在一个场合回忆说。最终，该轮投资 3 亿美元，2.55 亿美元来自高瓴资本，剩余少数来自其他投资者，高瓴资本占股 20.37%。

“我们做这种电商的生意，我觉得有一百万种方法可以让你死得很惨的，所以我们就赔掉 3 亿美元，整个基金赔掉两三个点，对我来讲是微不足道，但是我们要赌自己最值得相信的事情。”张磊说。

当然，这笔生意不仅没让张磊赔本，反而是赚得盆满钵满。数据显示，2014年5月，京东上市之时，高瓴资本持有京东3.09亿股。到2014年年底，高瓴资本减持至3.05亿股。以高瓴资本2.55亿美元的价格获得3.09亿股来计算，张磊当时获得京东股份的成本价约为0.825美元/股左右。而以京东商城(JD.NSDQ)2015年4月17日收盘价33.19美元/股来计算，高瓴资本的收益达到惊人的40倍，账面盈利近100亿美元。

除了“弱水三千，但取一瓢”，张磊的投资哲学还有“桃李不言，下自成蹊”，指的是只要做正确的事情，不用到处宣传，好的企业家会找到他们。“守正出奇”也是他的投资理念。这个理念传承自史文森，“正”体现在投资管理者的品格，以及构建一套完整的机构投资流程和不受市场情绪左右的严谨的投资原则。“奇”则是鼓励逆向思维，每一个新投资策略的形成总是先去理解与传统市场不同的收益驱动因素及内生风险。

## 投资于变化

在张磊眼里，高瓴资本的本质是一家“投资于变化”的公司。在这个时代，创新层出不穷，永恒的只有变化，亘古不变的企业永远不值得投资，高瓴资本的使命就是帮助那些敢于拥抱变化的企业家实现梦想。这些创业家能不断地根据变化作出反应，调整自己的“护城河”。

张磊认为，优秀的公司在互联网大潮袭来时，能够深挖自己的“护城河”，主动拥抱互联网带来的变化。从这个角度上讲，政府保护类型的“护城河”是非常脆弱的，随时都有可能崩溃。真正的护城河是长期创造最大价值，而且用最高效的方式和最低的成本创造最大价值。创业家每天早上起来，都应该问自己，我的护城河在哪里，自己每天的工作，是在增加护城河，还是在消耗护城河。

“我认为创业一定是要冒风险的，如果他觉得冒风险是有代价的，或者老有人在董事会看着他，他就不敢去冒风险。那么，创业者最大的风险是不变，他不冒风险实际上是股东在冒最大的风险。所以，我们做的所有的事就是让他去冒他应该冒的风险，这也是为什么我们让创始人去设计对公司的控制权。大家知道最终不管你决定什么，我都会支持你，这是我们的理念。”张磊说。为了让创业家毫无后顾之忧地去拥抱变化，高瓴资本坚持通过对控制权的设计，让公司自己去做



公司的控制人。

腾讯战略投资京东，就是两家公司面对变化而做出的决策。当时，腾讯麾下的易迅在电商巨头的激烈竞争中夹缝求生，京东虽然坐稳了电商第二的交椅，但是面对阿里仍然差距很大。作为两家公司共同的投资人，张磊在腾讯和京东的联姻中起到了牵线搭桥的作用。他对马化腾说，腾讯卖的所有东西都是虚拟产品，经营电商平台易迅，却要面对一个从没经历过的单词——“库存”，生意越大，库存越多。对于刘强东，张磊则把重点放在了移动趋势上，京东 PC 端网络销售非常出色，而且建立了完整的物流仓储系统，但缺乏移动基因。

凭借“库存”和“移动”两个关键词，京东和腾讯这两个看起来缺乏相似度的公司坐到了一起。腾讯入股京东，可以扩大其在实物电商领域的影响力，同时可以更好地发展公司的各项电子商务服务生态，如支付、公众账号和效果广告平台，为其平台上的所有电商业务创造一个更繁荣的生态系统。京东则可以获得微信和手机 QQ 的入口，从而接触到腾讯庞大的移动社交人群。

对于投资者来说，京东和腾讯联姻的效果更为直观明显。京东 2013 年年底的估值仅为 80 亿美元，2014 年 3 月腾讯入股之时，京东的估值达到 157 亿美元。而到了 5 月京东上市之时，京东的市值更是飙升至 260 亿美元。以 2015 年 4 月 17 日收盘价来计算，京东的市值已升至 449.91 亿美元。在京东价值水涨船高之时，不管是前两大股东腾讯和刘强东，还是排在第三第四的老虎基金和高瓴资本等投资人，手上筹码对应的价值均急速增长。

京东和腾讯的联姻，可以整合产业链，互通有无，创造新的价值。滴滴和快的合并逻辑与之不同。在打车软件的大战中，消费者的使用习惯已经逐渐培育起来，继续烧钱难以创造新的价值。张磊认为，两家公司合并，可以把烧的钱减少，从而把钱重新投入到更好的、有区分的产品中。

在张磊的领导下，高瓴资本自成立以来业绩骄人。英国《金融时报》2012 年报道指，高瓴资本自创立以来，年均复合回报率高达 52%，即便在 2008 年出现了 37% 的跌幅。2015 年，纽约时报中文网援引一位投资人指出，高瓴资本自成立以来的平均年回报率为 39%。



## 高瓴资本张磊：赚点钱就跑？没意思！

原创：遇见大咖

今天我们继续遇见张磊。

从十多年前拿着 2000 万美金起家，到如今管理 600 多亿美金。曾经名不见经传的张磊，现在可谓是投资界的风向标。当年他投京东时，有人笑他“人傻钱多”，但如今，不管他公布的投资项目多么令人匪夷所思，“人傻钱多”这四个字，再没人敢贸然扣在他头上。

然而，他又双叒投出了另一个令人匪夷所思的项目——以 531 亿港币的金额收购百丽集团。

1

逆风重仓“昔日鞋王” 恋足挑鞋逛街忙

2017 年 7 月，中国最大的女鞋零售商百丽国际正式从香港联交所退市。张磊的高瓴资本持有其 57.6% 的股份成为百丽的新任控股股东，张磊也成了董事长。百丽集团是以鞋业为主的传统企业，深受互联网电商的冲击，日子并不好过。外界不乏对“昔日鞋王”唱衰之声。

此时百丽的张磊张董事长已经逼自己培养了一个新爱好——逛街。他成了鞋店的常客，尤其关注女孩子怎么挑鞋。张磊笑道：“我都快成恋足控了！”

逆风收购百丽——这个连张磊的 LP（有限合伙人）都打问号的决策，是张磊深度学习后的结果。张磊也知道，在很多人眼里，百丽集团已经被判了死刑，但他却看到了百丽积累的独特深厚力量。他说帮百丽集团重获新生是他的热情所在，也是他特别想做的事情。

2

愿你出走半生 归来仍是少年 还带着钱！

张磊说他自身的求学经历是人生很重要的转折点，因为学习所得远不止与投资相关的知识，他因此也对教育和人才培养产生了极大兴趣。

1990 年，张磊以河南驻马店高考文科状元的身分考进中国人民大学。2017 年，张磊作为演讲嘉宾回到了母校的毕业典礼上，张磊讲到：“愿你出走半生，归来仍是少年。”张磊归来了，仍然带着少年般的初心，除了归来，他还带着给人大的 3 亿元人民币捐款。

张磊给自己研究生时期就读的耶鲁大学捐赠了 888 万美金，同时还是西湖大学的创始捐赠人。除了捐钱，张磊也在捐时间。在高瓴资本发起设立的高礼价值投

资研究院上，张磊乐于和来自投资行业的年轻精英，一同分享这些年来的研究所得和投资理念。

张磊身边也有人在问他：“你这样分享不是在培养竞争对手吗？”张磊说，他希望大家共赢，共同打造一个生态。在他的理念里，投资永远不是一个赢家通吃的生意。

在研习班的分享中，张磊坚定地讲述着自己长期价值投资的理念。更是打趣般地说道：“赚点钱就跑，没意思。”

3

没有分身术 事业家庭如何兼顾

都说事业和家庭兼顾是人间难言的苦。投资、捐赠、慈善、分享...张磊管事务繁多，张磊并没有耽误生活和家庭。他最钟爱的运动是冲浪。

问起张磊喜欢冲浪的理由。张磊说自己因为工作的性质，天天都在思考。而冲浪需要全神贯注。在那一刹那，他除了冲浪什么都不会想，效果就像冥想一样。张磊就是在这样的惊险刺激中放空自己的。

张磊在外拿主意动辄上亿，在家里却实力宠妻，都听夫人的。张磊原话是：“在家里我是老鼠她是猫。”

和猫鼠的敌对关系不同的是，张磊和夫人这对猫鼠却能玩到一起。张磊各种运动都带着夫人和孩子。

在看夫人冲浪的时候，张磊手舞足蹈，在一旁一边提醒，还不忘及时夸奖夫人技术好。

从家人的熟练冲浪技术，就能看出张磊和家人共度了很多高质量的时光。

事业成功，家庭幸福，这大概是很多人眼中“人生赢家”的范本了。当我们问张磊还有没有理想时，他告诉我们还有很多很多.....

高瓴资本张磊：每个人都是自己的价值投资者

投资生涯首单 all in 腾讯、逆风重仓京东、2014 年在蔚来汽车一张图纸都没有的时候成为创始投资人。在外人看来，张磊这些投资都太“刺激”了。然而，这些项目却一个个成功，蔚来汽车今年九月也成功上市。

除了投资，张磊在教育、捐赠、慈善上，也一直在投入。张磊不断强调做有价值的事情。他的每一次花钱，都是在为自己想要的世界投票。

【张磊下集完整视频】

收购百丽，哪里来的自信？！

对张磊来讲，不走寻常路也许就是他的寻常路。2017 年，张磊的高瓴资本以 531 亿港币的金额收购了百丽集团。百丽集团是以鞋业为主的传统企业，深受互联网电商的冲击，“昔日鞋王”渐渐没落。面对质疑和唱衰，张磊在公共场合一有机会就讲为什么买百丽。

【张 磊】高瓴做了这么多高科技投资，不管腾讯、京东、爱奇艺，还是滴滴、美团、去哪儿，很多的高科技投资，像摩拜单车，都做得很成功，为什么我们不去做一个传统企业投资呢？因为很多线下的公司，实际上坐在宝藏上面，但他没有用互联网高科技的思维去考虑问题，浪费了很多很多机会。

【张 磊】传统企业跟高科技结合大有可为。我们社会不能最后发展到，高科技相关的百分之一的人赚了大多数的钱，最后让百分之七八十的普通人，OK，我给你分点钱，你做转移支付，你天天在家打游戏就可以了。我们不能因为高科技，就把这些工作剥夺掉了。我们更好的办法是，高科技使更多的传统企业有机会参与到产业创新过程中。这是我的热情，这是我特别想做、特别想证明的一件事情。张磊的每一个决定，都是深度学习后的结果。自从成为了中国最大鞋业集团——百丽集团的董事长，张磊为了深入了解用户，逼自己培养了一般只有女人才比较熟悉的新爱好——逛街。

【张 磊】我觉得还得再加点萌一点的东西，用这个标识上面，这都是小女孩买的吗？

【员 工】对，想做一个新的标。

【张 磊】如果能穿着自己的宠物形象走，这个很好。

【张 磊】我觉得是不是可以搞搞那个情侣鞋呀？

张磊天天琢磨怎么用互联网思维卖鞋，自己都不禁感叹快成“恋足控”了。在商场里，好奇心重的张磊也主动尝试足部 3D 扫描的机器，并及时给出了反馈。

【张 磊】像我们刚才的用户体验就不够好，你第一先脱袜子，脱袜子搞了几十秒，扫完以后微信扫个码，也就告诉你，你是罗马脚，你的脚有多宽多长，其实帮助不大，基本上我都知道。其实它如果直接链接，说这种脚立即推荐我请到哪个货柜，去看哪一类的东西，这就对我帮助比较大，甚至将来能做出左右脚不一样大的鞋。我觉得那个更牛了，还有很大的空间。

尽管张磊做了深入的行业调研，互联网对传统行业的冲击有目共睹。张磊到底是哪里来的自信去收购百丽集团？在专访中他是这样回答的。

史小诺专访

【张 磊】我因为做这个项目经常在周末里看女孩子怎么挑鞋的，经常去看，去

观察。我觉得百丽这样一个最为传统的实体零售企业，基本上被所有的人判了死刑的，我反而看到了百丽这样的传统企业其实积累了非常深厚的力量。

【张 磊】另一方面我一直认为不可能线上永远就把线下全部都打败。中国能没有线下吗？不可能的。我觉得线下的体验是不可或缺的，不但不可或缺，我认为应该是主流的。

【小 诺】我理解张总，他可不可以理解成是一种情怀，但是他不等于投资？比如你的 LP（有限合伙人），是不是都会打问号？

【张 磊】对，投资人很多人也会打问号，这个会不会是高瓴的滑铁卢，是不是你们冲昏头脑了？你们高科技投资做得好好的，投下一个美团，投下一个滴滴，下一个摩拜，你就接着去做这些投资去赚钱，这不是很顺理成章吗？为什么去做一个这么难的一个，英语叫 catching the falling knife，就是接一把正在落下的飞刀，你能接得住吗？我觉得还是回到这个不走寻常路吧。

“不走寻常路”，是张磊给出的答案，他在百丽这条路上确认的信念是“线下体验不仅不可或缺，而且应该是主流”。

张磊能否成功地重塑百丽，我们并不知道，只能拭目以待。在他的投资清单里，不管是像百度、腾讯、京东、美团点评这样的互联网企业，还是格力、美的、蓝月亮、百济神州这样的传统实体行业，张磊选择进入的时机，要么是极早期，要么是是企业经历转型的尴尬期，但他从不考虑外界说法和短期收益。创办高瓴十多年来，他只投了百来家企业，平均每年 10 个左右。他的标准很简单，不追求数量，力求看得长远，就看企业能否不断为社会疯狂地创造价值。

2

永远热情，永远保持好奇心

张磊从小就是好奇宝宝。他出生在河南驻马店，父亲在外贸局上班，母亲是一名律师。张磊成绩不错，但经常逃课搞些新花样，还在小时候就联合小伙伴搞出了“共享经济”的雏形。

史小诺专访

【张 磊】经常旷课，家里人不知道。去小人书店，当年没有钱嘛，不可能买这么多书，就到店里面蹭书看。上初中时就开始到处游山玩水，中间还去少林寺待过几天，想练成一代神功。

【小 诺】回家挨打了吗？

【张 磊】对对对，家里的搓衣板上都留下了很多历史的痕迹。

【张 磊】我们家住的离驻马店市的火车站比较近，我们还在火车站外面的广场上支个摊租小人书。中国那个时候的火车永远晚点，大家在闲着等火车的时候看，



那时候几分钱出租一本。

【小 诺】我估计租小人书这个主意是你出的。

【张 磊】对，是我的主意，最早是我的，现在大家管这个叫共享经济，我那时候要是弄个商业融资也能去拿风险投资，也就是（当时）没有风险投资。那时挣了钱也没存上，都出门买了羊肉串了。

张磊出生和成长都在相对封闭的小城市，他说，他对自己的未来一直没有什么规划。大学从人大毕业后，他就老老实实在五矿找了份工作。当时，别人认为很辛苦的出差，在他看来却很有意思。

【张 磊】我在五矿是收购的工头，负责监工、收购、看货齐不齐，在每个地方一待待半个月。所以我大学刚毕业一两年，基本上中国的三十个省我都去过了。因为五矿出差都是在那种最偏远的地方，去收矿呀、煤呀，天天都搞这个。我挺喜欢那时候的，我们好多同事不爱出差，我都替他们出差。带着好奇心，张磊的足迹遍布全国，后来又延续到了商业领域。他花大力气研究商业史，去海外探访知名企业的老板，为了约见这些名家，他不惜等上好几年。比如奥乐齐（ALDI）——德国最大的连锁超市。它的创始人是真正意义上的欧洲首富，从来不见人。张磊先后去了德国四次，中间一次潜伏了两个礼拜，最终获得了和奥乐齐创始人面谈取经的机会。

史小诺专访

【张 磊】我们研究商业或研究商业历史的，有一种朝圣感。很多企业家创造了好的商业模式，而且坚定不移地把它执行几十年，这就是在我心中的英雄。

【张 磊】今天中国这个社会会有很多很多这种英雄，我们也研究世界级的英雄，也让人很激动。我就去美国研究仓储式购物公司好市多(Costco)，研究以自有食品品牌著名的老乔的店(Trader Joe's)，去德国研究奥乐齐(ALDI)，历德(Lidl)，去土耳其研究 BIM 连锁超市。真正的大家，他们有共同的特点。第一，收入告诉我都没法预测，第二，问利润率说不知道。我只要给消费者创造最大的价值，消费者让我赚多少我就赚多少，都觉得没把这些事认为是多大的事。越不这么想的人越是利润最高的公司。

每一次投资中的轻松自若，背后都以张磊的深度研究为基石。“能为消费者疯狂地创造价值”是张磊首要的衡量指标。

3

教育是永远不需要退出的投资

在我们的拍摄中，张磊很少谈赚钱，他更愿意讲价值，讲值得他去做的事情。这些有价值的事情也不仅仅局限于投资领域。



2017年6月,在中国人民大学毕业生典礼上,张磊向母校捐赠了3亿元人民币,用于长期支持创新型交叉学科的探索和发展。他在典礼上讲到,希望大家能做时间的朋友。

张磊对教育的关注不止于此:他曾给研究生就读的耶鲁大学捐赠888万美金,给家乡驻马店市的教育领域做了系列捐助,是未来科学大奖的发起人,也是西湖大学的创始捐赠人。

西湖大学是第一所聚焦基础性前沿科学研究的大学,由清华大学前副校长施一公和其他六名知名学者联合发起创立。张磊和施一公是同一所中学毕业的,作为学弟,张磊用他在耶鲁大学董事会和耶鲁大学捐赠基金工作的经验,一直积极协助西湖大学的募资捐赠事宜。

【张磊】一公,这你不用焦虑,国际捐赠这套游戏规则我给耶鲁搞了五年了,实际上前后搞十几年,当校董又专门牵头这个事。我告诉你它有几个指标衡量团队。一个叫捐赠参与比例,不是我拉了几个大户捐了,我任务就完成了,那你说完成,不行,你没有捐赠参与,以后就没有更多的基础。没有持续性,就认识五个人,就捐了五个人,下期怎么办,每年的募资活动都要留好了,我们既要讲总金额,又要讲捐赠参与比例,捐赠参与比例里面又要讲所有的潜力和价值,这是一种商业思维。

在教育的土地上,张磊有一亩田,种桃种李种春风。

史小诺专访

【小诺】西湖大学的创立募资,包括在国外的一些募资,这样做的目的是什么?

【张磊】我觉得蛮有意义的,这些事不单是这点钱,你带动了一番事业,中国的创新如果只靠商业模式创新是不是也走到头了呢?国家竞争力再往后是不是得把基础科学打得更扎实?你说生命科学变成药要好多年呢,所以说这中间需要社会的力量帮助他们。我们不管去搞未来科学大奖还是搞西湖大学,本质是一样的,都是背后去资助这些科学家做一点有益的事儿,这是我一方面的兴趣。另一方面我的兴趣呢,是帮年轻人,今天怎么帮年轻人在一个相当的纷繁复杂、选择众多的一个世界里面,有所谓的创造式思维,回到事物的本质上去想问题。我们老说这个价值,你不管做哪一行,自己都是自己的价值投资人,你做的事情是要创造价值,而不是在一个浮躁的社会,老在想着短期博弈的事情,对吧?

所以,教育对张磊而言,是永远不需要退出的投资,也是最让他有幸福感的投资。不管是投资、教育还是公益,张磊说他都想做得更好,他希望在实现自我价值的同时,更能帮助别人实现人生价值,获得成功。当问到张磊别人想怎么评价自己

时，张磊这样回答。

史小诺专访

【小 诺】你希望人家怎么评价你？

【张 磊】希望自己被大家认为是一个有真性情的、热情的、正直的、愿意帮助别人成功的一个投资者。一个自己坚定做自己的研究，有自己的真性情，正直的投资者。

张磊创办高瓴资本，“高瓴”二字取自成语“高屋建瓴”。采访时我们问他为什么要用这两个字，张磊说，他从小在小地方长大，因为各种机缘巧合，接受了国内外最好的教育，从而走到今天。他最大的梦想，就是能多做一些有价值的事，让更多人受益。而怎样才能做到有价值，就必须要高屋建瓴！他说，一旦选择站在高处想问题，看得长远，自然会有几分收获。

（搜索微信公众号“价值投资牛股（ValueFirst1）”，  
下载更多研报资料）

## 张磊：越在不确定的年份，越能诞生和锤炼伟大的公司

来源：微信公众号@高瓴资本

导读：有人说，这个行业就是一个江湖，现如今风云涌动，朝夕间便是另一番天地。风云变幻的当下，未来投资机构如何保持常青？未来的创投格局会是怎样？资本的未来趋势又是什么？

面对“新经济 100 人”专访中的这三个问题，张磊这样回答：越在不确定的年份，越能诞生和锤炼伟大的公司。对于 VC 来说，追求快速回报的时代正在过去，相反，坚持价值投资和长期投资，才能真正陪跑出基业长青的企业。而高瓴也坚信着，放眼行业未来大格局，天下武林，门派无分尊贵，只有适合不适合。

来源 | 微信公众号“新经济 100 人”，经授权转载。

### 01 资本寒冬

▪ 2018 年黑天鹅事件频发，对创业公司和投资机构带来了许多不确定性。高瓴却完成了 106 亿美元募资，未来投资机构要如何保持常青？

张磊：2018 年确实是一个黑天鹅满天飞的年份，但越在不确定的年份，越能诞生和锤炼伟大的公司，比如宝洁诞生于 1837 年的美国经济大恐慌。作为投资机构，越在不确定的年代，我们越要寻找和创造确定性的价值，高瓴愿意陪伴这些企业，共同成长。

从成立的第一天起，高瓴就是常青的基金，这是基因。我们背后的投资人来自于全球顶尖大学的捐赠基金、主权财富基金、养老基金以及家族基金等目光长远的机构投资者。2018 年，我们美元四期基金顺利募资 106 亿美元，也是投资人与合作伙伴持续对我们保持信任的表现。

投资机构要想保持长青，可以分为两个维度：

第一，投资那些本身长青并且市场容量很大的行业，比如医疗、教育和企业服务等，这些也是我们一直长期支持和投资的领域；

第二，作为长期投资基金，我们会寻找并支持那些拥有大局观，学习、思考、执行能力强，并且能够抗外界干扰的企业家。

在市场不看好的时候，是不是有足够的定力去坚持，是不是能够把整体的商业进程、产品规划、运营打法等问题想清楚。比如，我们团队投资了一家在线少儿英语培训公司叫魔力耳朵，**这家公司从来都不是促销式的打法，而是看重用户满意度和对产品的认可度**，拥有这种长期思维的人才能让企业真正创造价值。

## 02 创投格局

- 2018 年募资金额大幅下降，行业的马太效应进一步加剧，这对大部分投资机构来说是个挑战，你认为未来的创投格局是怎样的？

张磊：2018 年，因为外部环境让中国的创投格局发生了一些变化，其中突出的变化就是投资越来越由个人向机构演进。机构 VC 会体系化地形成一定的投资方法论，并且能经历更多的周期波动。

这类 VC 在面临新周期的时候，受到的影响会相对较小，因为他们具备相对成熟的投资心态和方法。长期来讲，VC 的口碑需要一个积累的过程。所以近几年，对于机构化、具备成熟方法论和投资理念的 VC 来说，将是发挥优势的时期。

如果把时间维度拉得更长，未来中国的创投格局还会是百花齐放的。天下武林，门派林林总总，无分尊贵，只有适不适合。

长期投资和价值投资始终是让我们能感到内心平静的选择。高瓴做创投，第一要坚持价值投资，回归到价值本身。**我们更关注早期成长型公司，也更注重长远的商业价值，对市场、公司、创始人和团队也有一套自己的把控标准。**

在这个阶段下，我们希望能给被投企业和社会传达的信息是：**我们不轻率，一旦看好，就可以长期支持并参与到企业的发展中去，和企业一起成长。**

## 03 资本打法

- 高瓴做并购投资，用科技帮助企业转型和升级，这是否代表了资本的未来趋势？

张磊：首先，高瓴秉持价值投资理念，强调 **Think Big Think Long**。我们对被

投的公司，是赋能者，更是伙伴。只要不断创造价值，我们都愿意以资本、人才、运营、资源等各种方式给予及时有效的支持，和企业一起创造更大的价值。

百丽正进行着这一实践。两年前的百丽，行业里很多人说是「一代鞋王黯然落幕」，我们投资并购退市后，和公司团队一起，不断加入科技赋能的手段，用科技的力量帮助百丽进行转型。

2018 年双十一，百丽集团旗下的鞋、体、服三大业务，线上全渠道销售突破 9 亿元，同比增长 71%，同期线下销售增长超过 18%，创下单日销售额新纪录。其中，鞋类业务拿下鞋靴线上渠道的 TOP1，运动业务线上销售同比增加 110%。资本推动下的技术和管理创新，正激发出百丽蕴藏的能量。

其次，这与其说是资本的趋势，不如说是产业发展对资本提出的要求。如今的创新已不仅仅局限在互联网领域，而是向生物医药、生命科学、新能源、人工智能、大数据、云计算、芯片、精密制造等领域广泛渗透。

随着这些领域产业化的落地，传统产业与新技术融合加速，一场真正的产业变革正在发生。在这个过程中，价值投资作为技术创新和实体经济之间的催化剂，通过激发反应，释放价值发挥的重要作用。总而言之，高瓴做的很多事情，包括投资百丽在内，归结起来就是通过运营和科技赋能为社会创造价值。

「科技+资本」的难点首先在于，要在坚持第一性原理的基础上，对传统行业做出本质性的洞察，在尊重行业规律的基础上，提供行业创新的解决方案。以前那种动辄就要颠覆的思维，是行不通的。

我常说，科技创新的主角应该是传统行业的领导者，传统企业才是主角。所以不是「互联网+」，而是「+互联网」，坐主驾驶位的是传统企业，互联网和新技术应该是坐在副驾上提供辅助决策和帮助的催化剂，双方合力共同创造价值。

其次，技术创新是在飞行中换发动机，必须直接为业务带来增量，为行业创造价值，而不能为了创新而创新。这就很考验创新的前沿性与实用性的平衡，以及创新与企业原有系统的耦合能力。



我们做的价值创造就是用科技赋能每一个企业。我们是 Solution Capital, 提供解决方案的资本, 我们的解决方案就是利用科技的力量, 为合适的人提供正确的激励, 让大家共同创造价值, 靠价值创造把蛋糕做大。

所以, 这必然不是一个零和游戏。

PDFMPEEDITOR  
(搜索微信公众号“价值投资牛股 (ValueFirst1)”, 下载更多投研资料)

## 高瓴资本张磊：谁的研究更深刻，谁就能为风险定价

猎云网注：在马化腾看来，高瓴资本创始人张磊和高瓴资本对于投资趋势的把握要比真正浪潮的到来早上好几年。自创立之初，高瓴资本就走全阶段投资的策略，覆盖从天使/VC/PE 到二级市场。成立十四年，高瓴资本投出了腾讯、京东、美团点评、滴滴、蔚来汽车等明星公司。这背后，离不开张磊超级充沛的精力。张磊既是冒险家，也是学院派；他坚持价值投资，和时间做朋友。对于投资，张磊认为，投资最重要的不是看股权形式，而是看被投企业有什么样的商业模式，是什么样的人在管理。对于外部环境不佳时，张磊觉得，这是直面内心最好的时候，往往也是真正拥有核心竞争力的企业脱颖而出的时期。文章来源：寻找中国创客 (ID: xjbmaker)，作者：刘素宏、陶辉东，编辑：苏琦。

马化腾在高瓴资本年度闭门会上听了整整两天，在他看来，张磊和高瓴对于投资趋势的把握要比真正浪潮的到来早上好几年，这些干货值得他一场不落的倾听。为人低调，但张磊带领的高瓴资本和其投资的项目却都使人如雷贯耳。2018 年 9 月，高瓴资本对外宣布，已完成一只规模为 106 亿美元新基金的募资工作，创下了亚洲私募股权投资公司募资规模之最，一举打破了此前全球私募巨头 KKR 的一只亚洲私募基金创下的 93 亿美元纪录。

自创立之初，高瓴资本就走全阶段投资的策略，覆盖从天使/VC/PE 到二级市场，更难得的是，它既能靠投资白酒、洗衣液、空调、冰箱等传统行业赚钱，也能在电商、社交、O2O、短视频、共享单车等互联网赛道大杀四方。

成立十四年，高瓴资本投出了腾讯、京东、美团点评、滴滴、蔚来汽车、Uber、Airbnb、百丽国际、普洛斯、百济神州、君实生物和药明康德等明星公司。

这背后，离不开张磊超级充沛的精力。在国外时差也丝毫不影响工作，半夜跟天空之城 CEO 路伟聊电影，喜欢《冈仁波齐》，就在香港、硅谷找来创投圈大佬一起看片子，将自己的资源导给被投公司。“在外界看来，他是顶级投资人，但他其实非常享受创业和在路上的感觉”，路伟称。

如果说沈南鹏是“穿着西装的鲨鱼”，敏锐、闻到血腥迅速行动，那么在路伟看来，张磊更像是“极速飞奔的骆驼”。他善于研究和储备能量，一旦瞄准方向，便像骆驼一样不吃不喝极速飞奔，走得很远很快。

冒险家与学院派，重视基础研究

“所谓风险投资，归根结底是一门为风险定价的生意。谁能掌握更全面的信息，谁的研究更深刻，谁就能赚到风险的溢价。”

张磊一贯以“冒险家”的形象示人，从冲浪和单板滑雪的个人爱好可见一斑，投

资风格更以不走寻常路著称。

腾讯是高瓴资本投资的第一家公司。2005 年的腾讯已在香港上市，信息公开，股票买卖自由，拼的是纯粹的眼光，张磊几乎押上了公司全部的资金。

获得高瓴投资之后，腾讯的股价一路攀升，一度上涨 400 多倍，而高瓴仍未清仓。第一笔投资的成功，为高瓴资本打下了良好的基础。在 2018 年 10 月接受央视财经节目采访时，张磊对记者坦承，对腾讯的投资多少具有一些“赌”的成分。但他解释，赌是建立在扎实研究基础之上的。

在投资腾讯之前，高瓴资本做了细致的调研。张磊多次谈到，团队在义乌调研时发现，所有商家的名片上都印着 QQ 号，当地招商官员的名片上也印着 QQ 号。他们意识到，QQ 在中国的渗透深度远超想象。这颠覆了当时的商业精英们喜欢使用 MSN 所造成的对 QQ 的偏见。正是这种颠覆性认知，让高瓴抓住了机会。张磊并不排斥风险，甚至是拥抱风险。所谓风险投资，归根结底是一门为风险定价的生意。谁能掌握更全面的信息，谁的研究更深刻，谁就能赚到风险的溢价。百丽是高瓴资本在投资京东之后最大的一次冒险。一年前，高瓴斥资近 500 亿人民币，联合鼎晖并购了这家已经连续两年业绩下滑的昔日“鞋王”。张磊笑言，当时别人都问百丽会是高瓴的滑铁卢吗？

结果 2018 年“双十一”，百丽仅用了 3 分 49 秒销售额即破亿，2017 年这一数字是 15 分钟。张磊用“令人惊喜”来形容这一成绩。

在过去的一年里，张磊亲自出任百丽董事长，掌管这家拥有 12 万员工的零售巨头。他花了很多时间研究鞋子，思考数字化转型。他甚至还爱上了逛街，只为观察女性如何买鞋。“百丽的潜能正在被激发出来，并有望在未来创造更大的价值”，他表示。

在高瓴资本成立的 2005 年，是中国风投的一个神奇之年。除高瓴外，红杉资本中国基金、北极光创投、今日资本等一批日后声名显赫的机构都在这一年相继成立。而与沈南鹏、邓峰、徐新等人相比，张磊偏向于学院派。

那时张磊的形象更像一个研究员。在创办高瓴资本之前，张磊曾在耶鲁大学捐赠基金，为他的导师大卫·史文森工作。当时张磊被分派的工作是研究木材行业，几周后，他交出了一英寸厚的研究报告。

直到现在，张磊依然喜欢说的一句话是，高瓴没有什么关系人脉，我们只是做研究。当被新京报问到高瓴能投中百度、腾讯、美团等一批优秀公司的原因时，张磊的第一句话就是：“重视基础研究，这是高瓴的核心。”

坚持价值投资，和时间做朋友

“价值投资要对自己通过深入研究做出的判断抱有信心，保持定见。”

在中国资本市场上，价值投资常常处于被供上神坛而下不了地的尴尬境地，但张磊和他的高瓴资本是个例外。

张磊经常提到的四个字是“守正用奇”。

如果说价值投资的理念是“正”，不害怕挑战主流观点则可以称之为“奇”。高瓴资本的很多投资，在当时都不为主流所认同，京东如是，百丽亦如是。但张磊说，价值投资要对自己通过深入研究做出的判断抱有信心，保持定见。

投资京东时，京东依然烧钱。2010 年高瓴资本以 2.65 亿美元投资京东，成为当年中国互联网最大单笔投资，2011 年美国随即爆发互联网泡沫。

投出这笔资金之后，有担忧或者焦虑的时刻吗？“价值投资要对自己通过深入研究做出的判断抱有信心，并在市场波动中保持定见，与时间做朋友。”张磊这样回答寻找中国创客（ID：xjbmaker）。

高瓴资本投资的早期阶段的项目，在获得后续融资、估值翻倍式增长甚至 IPO 之后，高瓴不但不会对其套现，反而持续加仓。

目前最炙手可热的新药研发企业百济神州就是一例，从 2014 年的 A 轮到 2015 年的 B 轮，到 2016 年美国上市，再到 2018 年在香港二次上市，其间市值创下百亿美元神话，高瓴全程投资，一路加码。

在 A 股市场上，高瓴资本也有着相似的风格，经常买进一只股票之后就长期持有，直到清仓前都很少进行变动。目前高瓴资本在 A 股持仓最重的美的和格力，分别是在 2015 年和 2016 年买进，至今增值均超过 100%。

张磊深受导师、机构投资教父级人物大卫·史文森（David Swensen）影响，成为价值投资的忠实信徒。坚持价值投资，高瓴资本还会鼓励优质企业把目光放长远。

其被投企业编程猫在非常早期时就请了之前在华尔街任职的 CFO，有投资人觉得这样的 CFO 对于一个初创企业来说过于资深，但张磊说得直接，“短期看用不到，企业规模化运营后就会用到，提前准备是很好的”。

在与寻找中国创客（ID：xjbmaker）分享自己的投资指导时，他说：“投资最重要的不是看股权形式，而是看被投企业有什么样的商业模式，是什么样的人在管理”。

市场低潮期是直面内心最好的时候

外部环境不佳的时候，往往也是真正拥有核心竞争力的企业脱颖而出的时期。

高瓴资本的名字来源于耶鲁校园内的高瓴大道，以驻马店市高考状元身份进入中国人民大学学习国际金融之后，张磊也曾经循规蹈矩地在被分配的五矿工作，随后选择去耶鲁大学深造。



2003 年非典时，国内互联网正在经历低潮，此时的张磊在一家全球新兴市场投资基金工作，主要负责非洲尤其是南非和东南亚的投资机会，之后又担任纽约证券交易所首任中国首席代表，并创建了纽交所驻香港和北京办事处。

这些经历为他后来创办高瓴资本奠定了坚实的基础，也让他有机会深刻理解中国正处于伟大变革之中，这样的环境正是他能发挥最大作用的地方。

2005 年张磊创办高瓴资本，把主要投资目标放在亚洲和中国，这也是张磊认为最骄傲的一件事。“找到一群同样有激情的、靠谱的伙伴，大家从没有投资经验，彼此互相商量着一步步做出来”，张磊告诉寻找中国创客（ID：xjbmaker）

如今回想 2008 年金融危机，张磊认为那是“大显身手的机会”，当时所有的人都很恐慌，在那个时间节点，所有人都不敢做新的投资，都在卖股票。那一年，张磊带领高瓴资本出资 5000 万美元参与中国铁建上市定增，投资蓝月亮天使轮。

“其实市场低潮期是直面内心最好的时候，真正去考虑什么是最好的企业和企业家，什么样的企业真正在创造价值，让我克服恐惧，收获良多；同时，外部环境不佳的时候，往往也是真正拥有核心竞争力的企业脱颖而出的时期”，张磊告诉寻找中国创客（ID：xjbmaker）。

根据清科私募通的数据，从 2010 年至今，高瓴资本投资案例数持续增长，尤其是在被视为资本寒冬的 2015 年和 2018 年，投资案例数均逆市增长。2018 年也是高瓴资本的退出大年，共有 17 个项目退出，远超此前每年 1-3 个项目的退出量。

如今，寒冬仍在继续。高瓴资本已完成一只规模为 106 亿美元新基金的募资工作，张磊需要在大显身手与克服恐惧之间寻找平衡。

对话

寻找中国创客：高瓴一共投资过多少项目？你觉得他们身上成功的共同特质是什么？

张磊：目前高瓴共投资了 200 多个项目。这些企业家共同的特质我认为是“拥有伟大的格局观、坚定的执行力、实践价值创造的热情、时刻拥抱创新的勇气、洞察变化以及超强的同理心。”

我们始终坚持“投公司就是投人，投团队”的理念，真正有格局观、有胸怀又有执行力的创业者是有限的。一个好的创始人、好的管理团队比商业模式更重要，因为商业模式可以计算和设计，而人的潜力却无法预估。

寻找中国创客：能否讲讲你和被投者之间的故事，刘强东、马化腾、李彦宏、药明康德李革、蓝月亮罗文贵等。

张磊：Pony、Robin 和强东这几位是我们的长期合作伙伴，也都非常具有创造



力和企业家精神。我和强东是人大校友，当时高瓴在研究电商，我们看到当时搞电商的大部分是轻资产模式，只有京东要做重资产，着重用户体验模式，跟我们理念一致，所以投资京东是水到渠成；Pony 很温和、真诚，既有长远的眼光，又对技术细节非常关注，是个很有原则和同理心的企业家；Robin 是我见过的极少的对“技术、产品管理、商业模式、资本市场”这几个方面都很了解的人，很理智。他敢于做和别人不一样的事情，也敢于做取舍。

我跟蓝月亮老罗总的儿子罗秋平更熟悉。他本来可以过非常安逸的生活，不用冒这么大的风险，但他的人生梦想就是成为中国日化的第一名，打败跨国公司。市场变化给了他这个机会，他也抓住了关键机会。他愿意放弃小富即安的一年一两亿利润的公司，不惜在头一两年把公司做亏损，从而开辟出一个新天地，这是伟大格局观的很好体现。

寻找中国创客：在你投资过的案例中，“爱屋吉屋”在这几年的市场表现并不理想，高瓴有进行过复盘吗？

张磊：还是要对基本原则和规律有所敬畏。互联网进入传统行业不是“颠覆”那么简单，不能忽视传统行业的规律和特点，而应该是以“+互联网”的心态去学习传统行业的优点和长处。互联网新技术应坐副驾驶给传统行业赋能，而不是抢传统行业的司机座位。

寻找中国创客：对你而言，被投资企业变成合作伙伴和竞争对手，是一种什么感受？

张磊：我把投资大致分为两类，一种是“零和游戏”，一种是“正和游戏”，即共同把蛋糕做大。我个人不相信零和游戏是有价值的，有更多的人跟我们一块把蛋糕做大才是很好的事情。我们主要关注的还是我们的想法、资本能不能创造价值，这也是我们投资决策的关键问题。

寻找中国创客：你是否为错过哪个项目而感到遗憾？

张磊：谈不上遗憾吧。“弱水三千，但取一瓢”，首先要选准自己的那一瓢，要有定力，投资要有选择性。很多时候，成功不在于你做了什么，而在于你没有做什么。世上的钱是赚不完的，还是要坚守长期价值的投资理念，在风险与利润之间找到最佳平衡点，在市场上经常弥漫的“贪婪”和“恐惧”的情绪中保持平常心、谦卑心和敬畏心。

寻找中国创客：在招聘投资经理时，你看重他们哪些能力和特质？你能否分享一下组建投资团队的优秀做法和心得？

张磊：主要看重的特质：好奇(intellectual curiosity),诚实(intellectual honesty)与独立(intellectual independence)即坚持价值投资的理念，同时对主流观点保持质疑和求证的精神；既能清醒地认识到能力圈的边界，但同时不断地挑战自我，

去开拓新的未知世界。

我希望把高瓴资本打造成这样一个组织：

第一，学习型组织。我们以学习为基础，以学习为取向。

第二，行动型组织。在学习而有所得之后，团队要思考如何将学习成果转化为卓越的投资。

第三，组织要为个体赋权，要让每个人都有实现自己最大价值的机会。为此要让组织变得尽可能扁平化，寻求精益管理，将个体变成支持整个公司高效运转的力量，让高瓴资本变得更好。

第四，要有好的企业文化。这样的企业文化，既不是“你好我好大家好”的家文化也不是时刻提心吊胆、视身边所有人为竞争对手的狼性文化。好的企业文化应该是运动员文化，有运动员的比赛精神，有团队的协作精神，失败之后能站起来，总结经验教训，不断提高自己。

寻找中国创客：如果让你挑选未来最值得投资的行业，你会怎么选？商业逻辑是什么？

张磊：我们现在越来越重视基础科学和原创创新（比如人工智能、生物医药等），这方面的突破也会创造出很多机会。其次技术与传统产业进行融合还有很多机会，要找到还有哪些消费者的根本需求没被满足，看能否满足消费者个性化的需求和体验改善等等。

寻找中国创客：现在处于金融去杠杆的阶段，国家也出台了“资产管理新规”，这对你在投资决策方面有什么影响？

张磊：资管新规加上杠杆降低，金融体系进入一级市场的资金量短期确实会有所降低；资金选择投资机构时也会更加谨慎，更关注管理人的专业性和管理能力，这个时候，注重长期、专业的成熟稳定的机构其实会更受益。长期来看，让投资机构回归尊重信托责任的本源，有利于防范风险，行业规范。

## 高瓴资本张磊：新零售创新的核心，是不断为消费者创造价值

过去未去，未来已来。我们生活在一个非常有趣的年代，过去很多东西还在继续，未来的东西已经来到今天。我们应该怎么去做，怎么去思考，怎么从历史的沿革做研究，怎么预知未来，不断地参与到未来的创新创造中去。

新零售是一个很好的话题，这次的课程标题是“从新零售的前世今生看创新变革，Think Big, Think Long”。为什么标题加上“Think Big, Think Long”呢？因为可以从小的格局来思考新零售，但我们希望通过更大的格局来看创新变革，从更长的时间维度看意味着什么。这些都是我们希望谈及的地方。

护城河如果从动态、长期的角度来看，首先是创造价值。今天我们讲新零售，可能是以消费者为中心创造价值，也可能是对商家的服务。不管是什么，我的定义就是不断地疯狂地创造长期价值，这种能力叫做护城河。

从零售的角度看，现代零售的前夜其实是纷繁复杂的。我们做大量的研究，从200多年以前纯粹的小的夫妻店开始，相继发展出连锁店、超市等业态。先有铁路把物流和生产全国标准化。通过连锁超市的业态为大家服务。品牌化的商品能够给消费者做品牌的承诺和保证。同时又通过电视、剧集节目使得所有品牌能够做到家喻户晓，增加品牌的知名度和美誉度。这几大生态互为一体化才成就了现在的消费零售。

汽车的大量增加使得 Walmart 得以产生并成为主流，不需要依附于原来人口密集交通方便的区位了。美国超市的数量和超市销售的规模都出现非常大的增长。

Walmart 是美国最早运用高科技，用电脑，用数据的零售公司，不断地把赚到的钱投到科技创新上面。在 1987 年，Walmart 就建成了全美最大的私人卫星通讯系统，将所有的店全部连接起来。Walmart 还有一个非常强大的系统，就是 BI 系统，商务情报系统。

研究这个商务情报系统非常有意思，我们通过读历史上的书，找相关的人员访谈发现，当年做的商务情报系统，能够做到任何一家 Walmart 店的理论成本比方

圆 3 公里的店都低，因为在农村房租成本低。店长没有涨价权，只有降价权，可以立即把商品价格降到和竞争对手一样。Walmart 的商情系统每个地区都有几十个人负责搜集。最低的商品价格就是以消费者为中心，真正站在消费者的角度想问题。

Walmart 坚持 EDLP, everyday low price。不搞活动，消费者不需要每天博弈，无论哪天买都不会吃亏，每天都是最低价。这种情况下，没有促销“节日”带来的供应链扭曲、库存奇高的问题，反而把组织建得很简单。

Costco 第一是通过 membership club 会费的机制，让最认真最想买东西的人进店；第二是把供应链简单化，Costco 单个 SKU 采购规模大，价格更低；第三，Costco 将商情系统做到了极致，它决定不做商情系统，以最低的价格买进来，然后按成本价卖给消费者，不需要定价；Costco 的盈利就是会员费\*会员数。

创新的核心是创造价值。Costco 做到极致了，在德国又出现了 Aldi 公司。Aldi 的商品没有品牌，几乎所有商品都是自有品牌，又把这种创新推向极致。而且 Aldi 在互联网还没出现前就采用去中心化管理，所有的店长自己做决策自己的店该卖什么货，总部只是提供采购清单。把现代化的流程与传统夫妻店最完美地结合起来。店长就是资本方，他最了解周围的消费者，由他来决策应该买什么货。

Aldi 的创始人创造了新的商业模式，本质就是创造价值。这个公司还有一个特点，真正的心静，不关注竞争对手在做什么，只关心给消费者创造的价值。不管别人在做什么，只专注把成本做得最低，效率做到最高，给消费者创造最长远、最深远的价值。

商业竞争要看格局，要看价值，要看到底给消费者创造什么样的价值。外卖对便利店的跨界竞争就是方便性的价值。我们对方便性做了大量的分析，对店的流量、利润、产品分布等等做了深入的分析。

在互联网时代，新消费新零售的概念，是要由品牌带来服务，品牌包含在服务过程中怎么和消费者做沟通的全方位要求。

我们强调运营能力，投资不仅是价值创造，而且在价值创造的过程中能够真正的

深入到企业里面。无论是上市还是非上市，我们帮助企业一直在创造价值。

为什么我们投资一个传统企业？有两点，一方面从理性化的投资角度分析，在线上流量越来越贵的情况下，线下有很多基本面好的公司，如果能够帮助它们用高科技赋能，它们就有更多的机会创造长期价值；它们自身可能不知道，很多线下的公司没有用互联网和高科技的思维去考虑问题，浪费了很多机会。另一方面，我有很大的 passion，是我们有责任用高科技的力量帮助传统产业，用科技驱动传统产业的升级和转型。

投资本质就是资本和资源的配置，把最好的资本，最好的资源，配置给最有能力的企业，帮助社会创造价值。资本市场要脱虚入实，将资本聚焦在最有能力、最需要帮助企业。

我们认为我们对社会创造的最大价值就是通过研究发现价值从而创造价值，给社会不断带来力量，把好的资本好的资源配给最有能力的企业帮助这些企业增加核心竞争力，打造护城河，这就是我们的价值。

我们是靠自己研究创造自己的价值，然后把 like-minded 的企业家、创业者吸引到我们周围。我们把精力用在长期创造价值方面，而不是用在销售能力的培养上。作为投资者，我们在这个时代最有机会给社会创造价值的就是将高科技与传统企业结合，就是不断地以消费者为中心，不断地以实体经济为中心，疯狂地创造长期价值。Think big，想大事，想创造长期价值的机会！Think long，想长期的事情，延迟满足，而不是短期的及时享乐。



## “价值投资”领域教父级人物张磊：未来五年我看好这些行业

本文是 2015 年马里兰大学史密斯商学院领导力与管理之院长席教授廖卉博士对高瓴资本创始人张磊先生的一篇采访，有删减。

文|廖卉、张磊，原载于人大纽约金融

1

机遇篇——大牛分享如何把握机遇

廖卉：在您求学和职业生涯中，出现过哪几个重要的转折点和契机呢？您是如何判断并抓住这些机遇的？

张磊：重要的转折点和契机有以下几个。

第一个转折点，小学考初中，差点没考上，因为我当时学习成绩比较差。小学考初中的最低录取分是 140 分，我考了 141 分，刚好多 1 分。我大概从高中二年级才开始努力；这是我第一次开始感觉要努力，印象特别深。我就读的中学现在还挺有名的：尽管河南驻马店是这么一个小城市，却出了一个很牛的师兄叫施一公，现在担任清华生命科学学院院长，是我这所中学校友。我觉得这是我人生的第一步，知道要努力。

第二个转折点，我觉得是在人民大学读书。现在我交的很多很好的朋友还都是当年在人大读书的时候认识的；他们当中，现在有的是朋友，有的是关系很深的合作伙伴，有的还一起从事一些公益性事业。我们在人大创办的高礼研究院，就是很多当年人大经常在一起的校友参与办起来的，秘书长冯继勇和我是当时 90 级的同学。我很高兴当年在人大交到很多跨班、跨系、跨年级的好朋友，现在每次聚会都特别高兴；前段时间人大校友在香港中环召开论坛，我们几个人也还在一起。现在，人大纽约金融论坛的成立也让我觉得很高兴。

第三个转折点，是我在耶鲁大学捐赠基金工作，而不是单纯的学习。在找工作这个煎熬的过程使自己重新发现了自己，再加上第一份工作中跟什么样的人工作，

我觉得这两件事对我影响比较大，其实刚进耶鲁基金实习工作是不得已而为之。找了好几个别的工作机会，都被拒绝了。比如波士顿一家管理咨询公司。面试时对方让我分析个案例，问我某公司在某一设定区域内应该建多少家加油站。我反问对方，为什么需要建加油站？想想看，加油站的作用是什么？能改作它用吗，比方说，这个地段是否更适合开杂物店？会过时吗，比方说由于电动汽车普及而不再需要加油站了？其实这些并非愚蠢的问题。但面试我的那位老兄同情地看着我说，“您可能缺少当咨询师的能力。”第一轮的面试我参加了不少，但很少收到复试邀请。就在所有的门似乎都对我关闭了的时候，我在耶鲁投资办公室找到了一份实习生工作。

第四个转折点，就是创业。在为公司打工还是创业两者之间，我选择创业。当时我的工作比较不错，而且和当时的纽约证券交易所 CEO, John Thain, 关系很好，所以他委派我担任中国地区第一任 NYSE 的代表。这是非常好的发展机会，我完全可以继续做下去；但后来我还是决定创业。2005 年我创建了高瓴资本，发展到今天高瓴资本管理着 160 亿美元，是亚洲最大的基金，涵盖了从风险投资、PE（私募股权）到二级市场，可以说是多方（的），涵盖了整个产业链。

这些应该就是我的几个重要转折点和契机吧。

廖卉：您在面临各种各样选择的时候，譬如不同的投资机会、出国与否、创业与否等等，在一开始的时候是否犹豫不决？您怎么看待一条道走到黑的做法？

张磊：不能说犹豫，我经常反复考虑。我觉得我自己的特点是爱折腾，不满足现状，爱挑战自己。今天我们公司规模已经这么大了，但是我总在公司内部说二次创业，永远创业。这就像我喜欢具有冒险精神的运动一样，在事业方面我也是爱折腾。这是第一点，我从来不满足于现状。可能有些人会觉得你有近 200 亿美元的基金，收管理费就够了，不用那么折腾。我不愿意这样，要做就要做到最好，要么就不做。

第二点，我思考问题比较彻底全面，喜欢把很多事情反复地去推敲和琢磨。我很喜欢提早计划，其实创业之前我很早就开始计划，先到基金工作，然后到别的机构，这些机构经常派我回中国，给了我一个时间过渡区来考虑和安排我的事情，每一步走得比较扎实。

第三点，就是选择和什么样的人一起做事情。我对这一点非常的挑剔，比如我最重要的合伙人，是 Tracy Ma，她是北师大毕业的女生。当时我叫一个 90 级的人大同学做我的合伙人，他和我关系很好。这个同学觉得我各方面都很好，很厉害，但是要做的事不太靠谱，然后他就派他老婆来了，他老婆就是这个女孩子。Tracy 刚来的时候都不懂投资，什么都不知道，从跟我做秘书开始，做过投研、风控、财务、基金运营等几乎公司的各种岗位，现在成长为整个公司的 COO。所以我喜欢找基于长期信任的、熟悉的人一起工作。我身边的核心同事，要么是当年人大的同学，要么就是以前的同事。我的事业最早就是这么一小撮朋友一起做起来的。

2

价值观——如何在纷繁的世界中找到自我

廖卉：您最欣赏什么样的人 and 品质？您最敬佩的人是谁？他们这些人身上是哪些闪光点令您仰慕呢？

张磊：我最佩服的人有两个，可能也不是奇怪，一个是 Warren Buffett，一个是 David Swensen。这两个人我都有机会比较近距离的接触。我最佩服 Warren 的首先是他的投资能力。另外我也十分佩服他是一个具有强烈同理心的人，英文就是 empathy。我很喜欢这种有同理心的人；同理心能使他更好地了解年轻人，了解和他不一样的人，了解管理层。所以今天我经常和我的管理人员说需要有同理心，这点我从他身上学到的。

廖卉：对，同理心是情商的一个方面。您怎么看出来 Warren Buffett 有同理心的呢？请举一个小例子。

张磊：他总是能站在别人的角度想问题。打个比方，假设从严格的角度来讲，有个管理层不是做到最优秀的；但他总能站在别人的角度，假设自己处在那个环境下，分析这个情况是由于这些或者那些原因造成的。他不是只站在自己的角度，只站在投资者的角度。我觉得站在别人的角度想很不容易，因为每个人都习惯从自己的角度思考问题。我觉得这个同理心对于投资，人生，甚至家庭、人际关系，

都是一个非常好的品质。我也经常和小孩子交流，让他们想想，如果你站在别人的角度上想，是什么样的？同理心非常重要，可以帮助更好地与人产生共鸣。

说到 David Swensen，我最佩服他的一点就是，他有非常强烈的道德感、责任感。可以这么说，他是我见过的把 fiduciary duty 和 intellectual honesty 结合得最好的一个人。这两个人永远都是我的楷模，是我最佩服的人。

廖卉：您一直热衷慈善事业，我很喜欢您说过的一段话，“社会应该提供宽松的环境，让每个人都找到心中最柔软的地方，让他们感受到给予的快乐，愿意与社会分享自己的爱心或财富”。那现在您心中最柔软的地方是什么呢？

张磊：我觉得心中最柔软的地方就是希望能够更好地 connect with people。比如最早设奖学金，是因为想到当年我出国读书没有钱。后来我在人大建高礼研究院，也是这个道理，因为我觉得自己当年上学的时候知识面太窄了，没有机会接受像 liberal arts 这样的通识教育。中学的时候我很多同学学习成绩很好，但因为各种原因没有上很好的大学，所以我也在中学设奖学金。所以此前设立中学的、大学的、研究生的奖学金，我都是根据自己走过的路，从自己的经历开始。

但今天我把自己柔软的地方稍微扩张了一点，有同理心了，看到了更多和自己不一样的方面。比如我们现在赞助的百年职校，有十几所了。去年，我们在非洲也开办了类似的学校。我希望能从更多的角度帮助更多的人。再比如最近我与朋友一起设立了一个社会企业家奖，支持社会企业。我们的方式是通过捐助 100 万，再加上我们自己辅助的时间，来支持这些大家投票选出的最喜欢的社会型企业项目。此外，我现在自己还有一个家族慈善基金；我本来打算把这个钱全部都捐出去的，但与其直接捐出本金，我觉得更持久的方式是把资金都投给各种各样的风险投资项目，希望以后能产生像百度、腾讯、阿里、京东这样的伟大企业，让这个慈善基金继续增值。这是一个双循环系统，这边钱不断捐出去，那边又不断有钱赚进来，形成非常良性的循环。虽然这个基金设起来很简单，而且第一期是只有 5000 万美元，但我希望通过一期一期的循环，像做社会资本一样把它做大。

廖卉：刚才您提到 David Swensen，耶鲁大学捐赠基金的首席投资官。您曾说过从他身上学到很多很好的投资技巧。您还把他的著作 Pioneering Portfolio Management 翻译成了中文。根据您的经历，您认为他的投资方法，哪些在中国适用，哪些需要修改呢？

张磊：我觉得有很多适用的地方。比如长期价值投资，机构投资，资产配置，对风险的理解等等，有很多不错的概念和方法。中国很多公司，比如社保，中投，都把他的书当做必读物。我认为这些方法能推动投资在中国的机构化；在机构化地思考问题，体系的搭建都是有帮助的。

廖卉：您成功投资的项目中，很多都是基于互联网企业的，比如说腾讯、京东；另外您还促成了腾讯和京东的合作。您觉得中国互联网领域，包括新的移动互联网的机遇在哪里呢？

张磊：我觉得机遇很多。把整个产业链整合是很重要的一块。但我更看好互联网金融，利用互联网把整个金融产业链、金融的产品，从保险、抵押贷款、到消费金融都结合在一起。很多结合的东西我觉得只是刚刚开始，还有很多机会在后面。

廖卉：未来 5 年，您看好什么样的行业呢？

张磊：第一我还是看好创新，创新带来的机会还照样很多。第二我看好中产阶级带来的巨大消费机会。第三我看好金融和资产管理行业，这个行业很大，在中国的需求是远远没有被满足的；尤其是资产管理，我觉得会有很多好的商业模式出来。

廖卉：作为高瓴资本集团的创始人、董事长与 CEO，您不但是成功的投资者，也是优秀的领导者。您觉得这两个角色对人的素质有什么不一样的要求？您的领导风格是什么？是什么经历影响了您的领导风格？

张磊：我觉得这两个角色是不一样的，经常有矛盾的。一个好的投资者要有强烈地质疑的能力，一个好的管理者要有更强的亲和力和管理能力，这两个角色有很多不一样的地方。



我的领导风格受两个方面的影响：一是中国古代文化，尤其是老庄哲学；二是互联网思维、互联网精神。从中国哲学的角度来讲，比较像是老子的“无为而治”的。而从真正的组织行为学来讲，我相信的是互联网模式带来的一种颠覆，我称之为去中心化的管理模式。像在前线打仗，我觉得像任正非而言，应该是听到炮声的人去做决策，而不是听到炮声的人要打电话给连长、再打给营长、营长再打给团长再做决策。去中心化决策模式能大幅度地提升在前线的班长和战士的作战能力。第二就是大幅度减少公司的层级。我们公司的层级非常少：我是一层，六个合伙人是一层，所有的员工是一层。每个员工和我之间只有合伙人一层。这样的话就大幅度地消减层级。同时，精挑细选每一个员工。一旦来了新员工，我们就大幅度地对其进行培训，使他作战、全副武装起来。我们主要集中于投资判断方面，这样的话使得我们以很少人就能管理 160 亿美元规模的基金。我们专注做投资的其实就十几个人，还有十几个人做投后管理和运营，所以说这是一个非常精干的投资团队。这就是我的理念，“去中心化”加“消减层级”，争取让每一个人都能够战斗。

4

管理理念——弱水三千，但取一瓢

廖卉：您在领导高瓴的过程中遇到的最大的挑战是什么？

张磊：我觉得挑战很多。第一个是有很多诱惑。中国有很多事情可以做，我们怎么在诱惑中选取适合自己的，“弱水三千，但取一瓢”。第二个挑战是人才的培养——这个过程比我想象的要漫长，但我们现在摸到了好的途径。人要花精力挑选，挑进来之后也要花很多的时间按照高瓴的文化和价值观来雕琢。

廖卉：您如何概括高瓴的企业文化？

张磊：可以归纳为三点：好奇（intellectual curiosity），诚实（intellectual honesty），独立（intellectual independence）。

廖卉：您捐建的中国人民大学高礼研究院有一个非常有特色的女性领导力特色培

养项目，“SHero -她力量中国汇”，这个名字起得非常好！SHero 正在成长为中国最具有代表性和影响力的青年女性领导力培养的顶端平台。这种项目非常前沿，在美国高校里也很少见。能谈谈您对 SHero--她力量的感想吗？

张磊：我觉得是一个核心的想法是还是回到创办高礼研究院的初衷，就是把 liberal arts (通识教育) 打宽。因为人大的特点是专业分得很细，其实整个人大就是一个经济学，所以第一步我就是想把通识教育理念引入高礼，强调跨专业。第二强调实践性，把业界的实践经验引进来。她力量是把这两者结合起来。它不是强调某个专业，而是给学生很高很宽的 exposure，各种各样的 exposure，包括让她们接触很多业界的人。我觉得中国的女性是很伟大的，很难得的既有温柔的美，又有强劲的力量，这是在世界各国都很少见的；你可以说（这是）受的影响，妇女解放做得很彻底。但是，由于各种各样的原因，中国女性虽然就业很充分，但领导力不充分，在领导岗位上很少。我们希望高礼研究院能够打造在女性上有领导力的人。这是我的一个想法。一些人大校友，像 88 级国金班的单丽红，她结合自己的经验，与大家分享，并组织了不少她力量的活动。我们欢迎更多校友来分享。

廖卉：美国也存在同样的问题。位居管理中层的女性并不缺少，几乎一半是女性。所以这个 pipeline 是有的，但是能够上升到高层的女性就不到高层的百分之十几了。而金融行业，女性就更少了。在美国，据说传统共同基金里的基金经理中女性只占 10%，对冲基金的基金经理中女性只占 3%。咱们人大是以经济、金融为主，有很多女校友有志于在金融行业发展。以您的经历、观察，您对她们有什么建议呢？

张磊：我觉得空间非常大。能够保持亲和力、柔美的一面，又在其他方面接受非常严格系统的训练。不要不自信。我对她们最大的建议就是不要往后退，一定要把自己摆在位子上；机会很多都是向他们敞开的，但女孩子太谦和了（就容易后退）。典型的例子就是我的首席运营官 Tracy，她就是从秘书做起，做到了公司的二把手，现在她管理的人比我还多。

廖卉：Tracy 是怎么做到的？

张磊：我觉得有几点很重要。第一点，她从来都不觉得这个东西是学不会的。其

实很多知识她都没有学过,但她愿意去学习,愿意去尝试。她读了芝加哥的 EMBA,也读了中欧的 EMBA,然后在实践中不断学习,给自己更多的 exposure; 她不是说做得差不多就好了。第二点,她非常会做管理,有各种各样的方法调动大家的主观能动性,只要是她管理的团队,种子都种得特别好,每个人都能感到像是生活在一个大家庭里。这就是女性的亲和力。不像男性粗枝大叶。

5

重视基础研究的投资人

作为中国最富有的投资人之一,张磊的香港办公室位于该市最高的摩天大楼之一里,可以将维多利亚港的景色尽收眼底。然而,张磊在最近前往旧金山的行程中,他却和随行者一起挤在教会区的一套三居室里,房子是在 Airbnb 上租的,他还从食品杂货送货服务商 Instacart 订购了几瓶水。几天后,他在纽约时,通过 Google Express 购买了食品。

当然,这并不是因为张磊负担不起豪华酒店和餐馆,而是在做基础研究,张磊想对自己未来有朝一日可能投资的业务有所了解。

去年 4 月,张磊在哥伦比亚大学商学院的演讲中,总结了自己的投资哲学,其中一点便是:“Do deep fundamental research, make few bets instead of keeping on chasing ideas. This way you simply your life and your business.”(做基础研究,投资少而精,而不是追逐概念。这会使你的生活和生意简单)

张磊职业生涯的起点便始于出色的基础研究,这个突破点发生在耶鲁大学捐赠基金招收他当实习生的时候。当时这不是一个常规性的安排,因为耶鲁大学捐赠基金通常不接收 MBA 学生当实习生,但张磊给首席投资官大卫·F·斯文森留下了深刻印象。

“几乎立刻就能看出,张磊非常出色,有着极为不凡的洞见,”耶鲁大学捐赠基金的高级主管迪恩·高桥说,他称张磊能够看出哪些公司可以变得很出色,“我们很好奇,为什么这个来自中国的小伙子会有这些洞见?”

在捐赠基金实习时，张磊被派去木材行业做行业研究，几周后回来，他交出了 1 英寸厚的报告。这个传统也在他的 Hillhouse 延续了下来，在高瓴与梅奥诊所达成交易之前，分析师们花了几年的时间进行研究。

“当我获悉企业年报是免费提供时，就向标普 500 的每家公司发文索要年报，”张磊曾经回忆，“让我难以置信的是，这些年报竟然是免费的，从管理层讨论公司经营以及资本与股本投资回报的这部分内容中，我受益匪浅，这是非常好的培训。”

在耶鲁度过第一年之后，张磊花了一些时间来研究中国不断扩张的私营经济，并敲开了创业家的门，比如阿里巴巴的马云、百度的李彦宏和腾讯的马化腾，那时候他们的门还不难敲开。但互联网泡沫破灭后，2001 年他回到了美国。

四年后，拿到 MBA 学位的张磊说服耶鲁大学给他 2000 万美元，用于投资中国的新公司。当初张磊向大家推广这个主意时，人们犹豫不决。“当时他很青涩”，前耶鲁大学捐赠基金的同事回忆，“以至于都不知道要雇用谁。”张磊给老朋友们打了电话，一个朋友拒绝了他提供的工作，但推荐了自己的妻子。

“我说，‘你是当真的吗？你不理我，把老婆扔过来？’”张磊回忆说。这位朋友的妻子马翠芳现在是高瓴的首席营运官和第二号人物。

张磊最早压下的赌注之一是腾讯。他在 2005 年买了该公司的股票，腾讯当时最知名的产品是 QQ 通讯工具，公司价值不足 20 亿美元。

他在去年哥大商学院的演讲中说道：In terms of my investment team, I believe in a generalist model and pride myself on being one of the analysts.（在我的投资团队中，我相信通才模式，并且为自己是分析师的一员而自豪）

高瓴资本 (Hillhouse Capital) 的投资策略是买入并持有股份，所以它更像是一家私人股权投资公司，而不是对冲基金。这给张磊提供了空间，不必因为财务压力而提前抛售看好的公司，比如张磊投资中国消费品生产商蓝月亮。

2006 年，当张磊第一次见到创办蓝月亮的夫妻二人时，他们正在销售洗手液，张磊与两人保持了联系。几年后，他们打电话告诉张磊，自己开发了一种新的液体洗涤剂。

一个念头随即在张磊的脑海中闪现。当时是 2010 年，大多数跨国公司都在中国销售粉状洗涤剂，他们认为消费者不会花更多的钱购买液体洗涤剂。但张磊不这么认为，他说服蓝月亮大力拓展洗衣液市场，并为其扩张提供资金，来换取该公司的股份。

随后张磊压下赌注，认为蓝月亮可以成为一个价值上百亿美元的品牌，与汰渍这样的品牌一争高低。高瓴也在格力、美的等公司进行过类似的投资。

做这样的投资决策必须拥有精细的行业研究，以及有足够信心的 LP，但对于中国市场而言，“长期”并不简单。不过张磊在哥大演讲中提到，长期投资具有“时间套利的期权价值”。

“当你是一位长期投资者时，你便比大部分人拥有巨大的优势，即时间套利的期权价值。”张磊认为现在中国的股市对于互联网企业就像 1999 年，但还要乘三倍。任何股票改个名字沾上互联网，估值立即翻几倍。

如何找到好质量的公司？张磊认为方法是做基础研究而且只研究价值长时间能复合增长的领域。在中国，基金经理的投资组合平均一年流转 6 次，而张磊的只流转 15%，并且继续投资私有公司。Hillhouse 不去追逐不同的马，一年最多投 2~4 个项目，有时只有 1 个。张磊觉得应该让投资组合去挣钱而不是自己不停的更换投资组合。通过耐心和低频投资，他积累了一个高质量的公司库。



## 更高层次的价值投资

张磊深信价值投资，但与传统价值投资哲学不同，他喜欢投资变化。他认为变化产生价值，并且要投资那些驱动变化的人。特别在中国，技术已经成为游戏更重要的一部分，不管在传统还是新的行业，他花很多的时间研究变化和背后的人。很多早期公司从外面看似很分散，内部实际很集中。

Hillhouse 在投资蓝月亮后，张磊便撮合蓝月亮与京东，让这两家线上与线下公司互相学习，蓝月亮学习电商和社交媒体，京东学习商品销售。其中一场研讨会的讨论结果是，蓝月亮重新设计自己的洗涤剂包装，旨在让它们容易放进京东的快递箱。因为大体量包装是用于在超市等购买场景吸引消费者，但在线上销售则属劣势。而蓝月亮也改变了其电商与社交媒体策略，晋升为液体洗衣液的最大品牌。

张磊相信他的价值投资更高一个层次。除了投资变化和长期的基础价值，他希望通过参与价值创造过程和深度研究来实现更真的价值。传统的 Ben Graham 的价值不匹配（价格和内在价值的差异）是不够的，他希望能增长价值，而不是仅仅利用这种价值套利的机会。

例如 2013 年，张磊看到京东与腾讯的合作可能，腾讯至今还在 Hillhouse 的投资组合中。一方面京东有很强的零售基因，但移动电子商务不强。另一方面，腾讯刚刚收购了易迅，但马化腾从来没有处理过库存。张磊把两个公司拉倒一起，各用一个词总结了他们的问题：移动 VS 库存。虽然双方以前互相竞争，但此时合作对双方有利。通过大量的研究工作，Hillhouse 撮合了当时最大的电子商务交易。虽然 Hillhouse 本身的股份稀释了，但两家公司的确定性增强了。

从另一角度来说，做这种战略性撮合已不仅仅是基础研究的问题，而更多是像创业者那样思考，如张磊自己所说“我们是创业者，碰巧还是投资人。”

Hillhouse Capital 代表了一个非常不一样的投资机构，涵盖了最早期的风险投资，到私募股权投资，到上市公司投资，到上市以后的兼并投资。我们是中国唯一在做全产业链事情的公司。这实际上在世界上也是不常见的。在美国完全不分私募股权和上市公司股权，股权全产业链做得最好最成功最大的实际上在美国。沃伦·巴菲特-他既买可口可乐股票，买上市公司的股票，又自己去做风险投资甚至去做私募股权投资。本质上，投资就应该是这么做的。不要框定是做风险投资还是做上市股权投资。实际上在风云变幻的中国，一年相当于西方的十年二十年，其中最重要的不是股权的 format，最重要的是你是一种什么样的商业模式，有什么样的人。

在 Hillhouse 内部培训中，第一讲就是人与生意，我们要投资什么样的人，要投资什么样的生意模式，人与生意的组合是我们选公司的第一个标准。为什么这种标准中大部分的人不能做到。有人说我要么做风险投资，要么做上市股权投资。我觉得有唯一——一个 belief，就是我们投资的第一原则，是什么呢？是 We don't have to do anything. 你不需要做任何事情，这是我们投资的第一个哲学思想，当你说自己不需要做任何事情的时候，你就有机会做自己认为最重要的事情。

我们在投资的过程中都在实践这一原则。我们在全球投资的规模和回报也是很靠前的，很多人知道我是耶鲁流派的，很多人知道耶鲁投资基金给了我怎么投资的想法。在翻译戴维·斯文森的著作《机构投资者的创新之路》的过程中我对投资有了很深的理解，觉得靠谱感兴趣。其实之前我做过很多行业，直到后期才找到我想干的事，觉得投资非常有意思。

在中国做投资最难的一点就是市场很浮躁，每天都有人告诉你市场上又发生了什么事情，我如何在浮躁的市场上保持冷静，就是我的第一个投资哲学，“以正治国，以奇用兵”，守正用奇。当你能够做到正，做人、做事要正，你就能经得起各种各样的诱惑与挑战。为什么要用奇呢？一个人宁愿很 conventional failure(传统的失败)，也不愿 unconventional success (非传统的成功)，为什么呢？“不愿意打破常规去犯错误”，这是凯恩斯讲的原话，这个时候各种各样的人，在“守正”之后不能突破各种各样的限制去“用奇”，你的想法如果和别人不一样就可以走出一条自己的道路。在中国大家都知道，每天大家都在抢 deal，大家都失去了判断力，都去抢一个东西。人做事情就应该是 independent

thinking(独立思考)，守正以后给了你用奇的空间，用奇之后是你能够更好地守正。

在中国不是机会太少了而是太多了。在中国做投资，知道自己碗里能装多少东西更重要。所以我要讲的第二点就是，“弱水三千，但取一瓢”。It 's all about (都是关于) 你自己的这一瓢，你每天的功夫就是要把你的这一瓢做得更大更结实更深，而不是整天壶里的和桌上的菜都要喝掉吃掉。投资里面有这样一个定理，东西文化是相同的，跟老外讲就是 a piece of mine (我的一个作品)，看到别人投了很好的东西你投不到你是不是会着急。你有这个哲学支撑就会找到 the piece of mine, something you think make sense. 这是第二点。

第三点，当你只有低调的时候才能专心致志地把自己的东西做好。你在早年时就非常高调，自己 lose your mind (高调/发狂) 了。拿上帝的话说就是“欲先使其灭亡，必先使其疯狂”。要低调，踏踏实实的做好投资，真正好的资源，真正好的投资人，好的投资项目会逐渐找到你的。史记中说，“桃李不言，下自成蹊”。你不用天天在外面讲你做了多少项目，多好的 deal，多高的回报。我很高兴不用花我的时间被其他人的商业计划来 dominate，而是按照自己的商业计划一步一步从互联网到消费品地看，按我的时间，按我的节奏去做事情。当你做好这些后，最好的人会来找你。这里面会有一个 selfmatch 过程，但会不会 lose 掉机会？会的，没关系，我讲了，弱水三千，但取一瓢，取你自己的一瓢就好了。

以上是我的投资哲学。这个行业里最危险的事情就是你是被钱驱动的。要么你很快就挣了很多钱你不知道干什么，要么你一直没挣到钱很着急，你也不知道要干什么，所以为钱驱动是一个最最 dangerous 的想法。钱并不重要，是最后的一个 nature income，不能成为一个目标，你肯定是为了一个 passion，带着你走下来。

我们是一个很典型的投资机构的异类，我们形成独立的思考，我们就不在乎市场，不在乎别的投资机构

## 张磊：以价值投资理念优化市场资源配置——PE 服务实体经济

### 战略作用初探

我国经济发展正处于新旧动能转换的关键阶段，实体经济也面临向高质量发展转型升级的历史命题。迫切需要将 PE 投资放在优化整体市场资源配置、完善金融市场发展的战略高度，进一步推动产业结构调整和国家创新战略实施，切实服务实体经济高质量发展。本文也分享了高瓴积累的坚持“长期结构性价值投资”的实践经验。

实体经济是一国经济的立身之本，是财富创造的根本源泉，是国家强盛的重要支柱。实体经济不兴，资本市场就是无源之水、无本之木。

中国作为一个 13 多亿人口的发展中大国，从历史经验来看，相对完整的工农业经济体系，是我们长期健康发展的最重要基础。从未来发展来看，要紧紧抓住新一轮技术革命和产业变革的历史机遇，走上高质量发展之路，仍然要依靠坚实的实体经济基础。

私募股权投资(以下简称 PE 投资)作为一项重要的金融创新和重要的融资手段，其创立的首要目的就是服务实体经济。今天，在新一轮技术和产业变革加速演进过程中，迫切需要通过 PE 投资进一步推动产业结构调整和国家创新战略实施，切实服务实体经济高质量发展。

PE 投资应发挥优化市场资源配置的重要职能

我国 PE 投资行业经过多年发展，已经成为全球私募股权市场重要的组成部分。公开数据显示，截至 2018 年年底，中国证券投资基金业协会已登记私募基金管理人 24,448 家，已备案私募基金 74,642 只，管理基金规模 12.71 万亿元，其中私募股权投资基金 7.71 万亿元，加上创业投资基金，超过 8.6 万亿元，占总规模近 68%。然而，PE 投资在我国金融和实体经济中的重要战略性地位，仍然有待确立。笔者认为，从优化资源配置的角度，PE 投资在我国金融市场中应发挥以下重大作用：



第一，PE 投资应该成为主流的市场融资渠道。

通常来说，PE 投资总量占国内生产总值（GDP）比例，是衡量一个国家 PE 投资整体发展水平的一个重要指标。按照这一指标，近年来，中国 PE 行业经历了一个快速发展的时期，其投资总量占 GDP 比重不断增长。根据清科研究中心发布的数据，2017 年中国股权投资市场投资总量占我国 GDP 比重已经达到创纪录的 1.5%。但是，同期在美国市场，这一数字已经达到了 3.6%。可见，与 PE 投资发展最为完善的美国相比，我国股权投资市场的发展仍然任重而道远。

实际上，PE 投资已经成为全球发达经济体最重要的融资手段之一。以美国为例，其私募股权融资规模早已超过公开市场。但在我国，私募股权融资只是公开市场和银行信贷融资的补充角色。如果能将 PE 定位为市场主流的融资渠道，就可以突破多年来我国直接融资比例偏低、广大实体企业过于依赖银行信贷融资的困境，弥补金融有效供给不足，为金融支持实体经济发展开辟更加广阔的空间。

第二，PE 投资应该成为培育战略性新兴产业的重要力量。

改革开放走过四十年，创新发展也进入到新的 2.0 阶段。以生命科学、新能源、人工智能等前沿技术为代表的原发创新成为主流。在这一趋势下，加快培育对经济转型升级具有战略引领作用、本身又有巨大市场需求潜力的战略新兴产业，就成为实体经济整体振兴的重要组成部分。笔者认为，在这一进程中，政府要为新兴产业发展创造良好条件，发挥市场配置资源的基础作用，尤其要鼓励以 PE 为代表的资本力量与产业创新的积极融合。因为，PE 作为最活跃的市场力量，可以以更加灵活的机制，更加深入产业的专业研究，为各类“风口”或新兴产业做出更准确的风险定价，从而成为支持、培育新兴产业的基础性力量之一。在这个方面，美国通过私募股权市场引导资金不断调整产业结构并推动新兴产业发展的经验尤其值得借鉴。

第三，PE 投资应该成为实体经济技术和管理升级的推动者。

PE 绝不仅仅是企业的一种融资渠道，其激活企业创新活力、促进科技创新成果转化、实现高技术产业化的强大作用，也逐渐得到社会认可。越来越多的 PE 投



资机构开始探索不同领域的传统产业应用人工智能、大数据等先进技术，完成成本效率结构提升，实现信息化、数字化升级的现实路径，从而让技术变革和科技创新惠及更多的行业，让更广泛的人群可以分享技术进步的成果。从发达国家的经验来看，PE 投资不仅依靠灵活的机制建立起了强大的融资能力，更重要的是，其深入企业生命周期，积极地通过管理和技术赋能，成为推动企业成长、提升企业竞争力的重要力量。

第四，PE 投资应该成为我国金融市场的稳定器之一。

我国民间资本数额庞大，由于缺乏合适的投资渠道，长期盘桓于一些虚拟经济领域，不仅对实体经济的贡献有限，其游离、炒作的性质，也不利于国家宏观调控和金融市场的稳定。而 PE 投资的发展，有望成为民间资本的蓄水池，将游离于主流融资体系外的民间资本，系统性地引入“PE 投资蓄水池”，对于助推实体经济发展，降低金融风险，都有巨大的价值。中国证券投资基金业协会数据显示，截止到 2018 年 12 月底，私募股权投资基金和创业投资基金规模较 2017 年年底增长 1.51 万亿元，同比增幅 21.3%，贡献了私募基金 2018 年全年规模增量的近 90%，成为私募规模增长的最大动力。这一趋势说明，PE“蓄水池”作用正在逐步显现，未来，其导流支持实体经济的作用也更加可期。

价值投资成为 PE 服务实体经济的重要组成部分

PE 要真正服务好实体经济，就必须秉持价值投资的理念，摒弃“赚快钱”的投机性心理，要通过深入研究，洞察不同行业具体企业的真实需求，并在此基础上，有针对性地去支持其最迫切、最有价值的创新实践，帮助企业增加效益，与企业一起创造长期价值。

接下来本文以高瓴积累的实践经验，介绍一些可供业界分享和探讨的理论和经验，介绍如何做具有独立投资视角的长期投资者，如何坚持“长期结构性价值投资”。

所谓“长期结构性价值投资”，是相对于周期性思维和机会主义而言的，核心是反套利、反投机、反“零和”游戏、反博弈思维。对服务实体经济来说，价值投资发挥作用的关键就是，在敏锐洞察技术和产业变革趋势基础上，找到企业转型升级的可行路径，通过整合资源借助资本、人才、技术赋能，帮助企业形成可持

续、难模仿的“动态护城河”，完成企业核心生产、管理和供应链系统的优化迭代。

具体来说，在价值投资理念指导下，结合最新的技术和产业变革趋势，以及企业不同发展阶段的具体诉求，PE 服务实体经济的实践，包括以下几个维度。

第一，长期支持原发性创新企业。

PE 投资的关键在于有效认知风险，为风险定价。谁能掌握更全面的信息，谁的研究更深刻，谁就能赚到风险的溢价。以生物医药领域为例，近年来，《我不是药神》等影视作品的火爆，让该领域受到了越来越多的关注。但实际上，原研药的研发因为资金投入大、回报周期长、成药比例低，长期以来存在一个巨大的“创新漏斗”，令很多投资企业“望而却步”。这时候我们就一直强调从“第一性原理”去思考，也即从本质上去研究行业，去获得行业发展规律的深刻理解。对生物医药行业的研究深、研究透，可以跳出单纯的风险维度，面向未来去发现这个领域的巨大潜力，从而去挖掘优秀生物医药企业中的“潜力股”。

例如，专注于研发分子靶向和免疫抗癌药物的百济神州，是国内第一批致力于原研新药开发的企业，目前已经被视为中国创新药物研发企业的典范。高瓴从 2014 年的种子期（A 轮）开始，参与和支持了百济神州公司的每一轮融资，是百济神州在中国唯一的全程投资人。

服务实体经济创新升级的目标决定了，对于百济神州这样的创新企业，不仅要提供长期、全程的资金支持，还要能够参与到企业创新研究、快速发展的整个过程中，与企业共同成长。这就需要以 PE 投资为代表的资本力量，既要了解企业发展的瓶颈和诉求，又要有广泛的行业资源，甚至站在全球视野，进行更高层次的资源整合，在企业发展的关键阶段，给予及时有效的战略支持。

比如，近些年来，国际医药巨头们，出于将研发的外部性向外扩散、分散风险的考虑，常常会采取并购、购买许可等等方式，来适时引入优质的外部资源。行业巨头的开放式创新，就为其同拥有核心研发能力的行业新贵的合作提供了可能。但由于行业封闭式开发的惯性，以及同行之间的隔阂，要达成合作，常常需要一个中介。PE 投资就有望成为促进战略合作的媒介。高瓴推动了其与美国制药巨

头新基公司高达近 14 亿美元（约合 95 亿元人民币）的战略合作，就是一个典型案例。

第二，积极投入新一代核心技术，创新驱动产业升级。

数字化、智能化已经成为实体经济转型升级的重要方向。在数据化过程中，实体经济将实现虚拟世界和物理世界的紧密融合，并通过新的协同作用，创新出实体经济的新模式、新业态和新价值链体系。但是，这一过程是要在各个产业、地区数字化程度参差不齐的前提下进行的。因此，这场产业变革的首要任务，就是要加大投入，加强信息技术基础设施建设，弥合不同产业、地区间的数字鸿沟。

传统产业原有基础设施的数字化改造，需要巨大的资本投入，并且不能很快带来投资收益，所以，除了依靠政府政策引导和公共投入，也需要鼓励包括 PE 投资在内秉持长期主义投资理念的社会资本的参与，才能加快各个行业数字化进程，为让更多行业受益于技术创新，让更多人享受产业变革的福利，打下坚实基础。

在这一领域，笔者的实践中不仅投资了芯片、大数据等原发技术公司，还以技术驱动管理赋能的方式，参与了许多行业的数据化、智能化改造。例如，我们实践中借助前沿技术、引入精益管理对时尚零售集团百丽全供应链的升级，正是基于这样的方向。

百丽于 2007 年在中国香港挂牌上市。它不仅是全球最大的非运动鞋鞋类生产商之一，按销量排名，也是世界最大的运动服零售商之一。但随着近年来消费科技、电子商务等新兴技术对传统零售行业的冲击，百丽遭遇了经营困难，最近几年利润开始下降。

可以说，百丽遇到的问题，在我国实体经济的历史发展中具有普遍性：最初依靠创业者敢想敢干的企业家精神，以及上下一心多年的努力奋斗，构筑了完整的生产、营销、供应体系，积累了厚实的用户基础，建立了强大的品牌影响力。但是这样系统化的、曾经包打天下的核心竞争力，在数字化时代却越来越步履沉重。

实际上，以百丽为代表的大型实体经济企业，在多年的发展中，积累了最丰厚的数据资源。这样的资源积累，加上多年市场搏杀中练就的系统反应能力，是它们

重塑辉煌的最重要基础。笔者一直认为，百丽这样的企业依靠强大的、管理完善的零售网络，2万多家直营店，特别是8万多名一线零售员工，是最有希望在数字化时代打造 C2M (Customer-to-Manufacturer, 顾客对工厂) 模式的企业。

而数据资源只有在企业的原有系统中运转起来，才能发挥其应有的作用，储存起来、沉睡的数据只有研究价值，却无法直接创造价值。因此，赋能百丽的重要方向之一，就是要激活其数据宝藏。

2017 年 7 月，高瓴在成为百丽控股股东后，与百丽开启企业数字化转型。无论是构筑线上线下全渠道系统，还是利用科技创新重塑线下传统门店，借助数据化工具赋能百丽基层店员，都是在推动百丽信息化、激活数据宝藏向上的探索。让百丽拥有更多维的数据沉淀和洞察能力，也使其为消费者提供更好的服务、创造更大的价值带来了可能。

第三，作为实体经济与科技企业融合媒介，“哑铃理论”不断创造价值。

新一代产业变革的主要方向就是，实体经济实现技术系统升级，而科技企业前沿创新找到落地场景。在这个过程中，如何推动实体产业与新技术融合，加快新旧发展动能接续转换，打造新产业新业态，成为产业界和投资界必须共同面对的历史任务。

以 PE 为代表的资本力量，要在科技企业与实体经济的哑铃两端发挥融合创新的媒介作用，就需要投资图谱中既包括科技企业又包括传统产业，才有机会通过深入研究，对两者都做出深入洞察，进而成为连接技术与需求、算法与场景的重要媒介，推动新技术与传统产业有效结合，帮助和支持传统企业进行跨地域、跨时间、跨行业的创新升级，加快科技成果的产业化进程，实现商业模式和管理创新，从而培育出新模式和新业态，来推动整个企业和行业的发展，服务实体经济的转型升级。

这里需要特别指出的是，对所有的实体行业来说，技术创新和产业升级不是“休克疗法”，而是在飞行中换发动机，必须直接为业务带来增量，为行业创造价值。因此，PE 投资在直接资本赋能之外，要吸引、“说服”实体企业，一起进行数字化解决方案的探索，必须让企业看到技术创新带来的实际效益的提升。

比如，借助技术赋能，百丽旗下某品牌的前端店，通过试穿率等数据收集研究，创造出了一款销售过千万的楦型，就是技术赋能创造直接价值的有益探索。

秉持长期结构性价值投资理念，服务了消费与零售、科技创新、生命健康、企业服务等领域一大批国内优秀企业的创新式发展是我们的实践经验。未来，需要坚持从实体经济真正的需求出发，发挥好资本灵活、优化资源配置的作用，成为促进国内资本市场与实体经济共同繁荣的重要力量，为实体经济的振兴提供源源不断的支持。

PDFMPTEDFOR  
(搜索微信公众号“价值投资牛股 (ValueFirst1)”，下载更多研报资料)