

大禾投资产品月度运行报告

2019年11月

1. 基金净值表现

截至2019年11月底，大禾投资在中国基金业协会备案的产品一共有32支。直销产品11月平均收益率为1.48%，同期沪深300指数下跌1.49%。

报告期：2019年11月1日-2019年11月30日					年初以来收
产品名称	成立时间	期初净值	期末净值	区间收益率	益率
大禾投资-掘金1号	2016-08-23	7.732	7.857	1.62%	104.28%
大禾投资-掘金5号	2016-10-12	7.916	8.344	5.41%	111.62%
大禾投资-掘金6号	2017-09-05	3.461	3.505	1.27%	91.32%
大禾投资-掘金11号	2018-10-16	1.773	1.771	-0.11%	77.76%
大禾投资-掘金21号	2018-12-26	1.158	1.161	0.26%	/
大禾投资-掘金999号	2019-05-07	1.214	1.219	0.41%	/

券商代销产品11月平均收益率为0.37%。

报告期：2019年11月1日-2019年11月30日					年初以来收
产品名称	成立时间	期初净值	期末净值	区间收益率	益率
大禾投资-掘金8号	2018-03-15	1.665	1.674	0.54%	48.90%
大禾投资-掘金10号	2018-05-07	1.312	1.306	-0.46%	41.13%
大禾投资-掘金17号	2019-01-16	1.231	1.236	0.41%	/
大禾投资-掘金19号	2019-04-25	1.101	1.105	0.36%	/
大禾投资-掘金23号	2019-04-19	1.104	1.116	1.09%	/
大禾投资-掘金27号	2019-07-18	1.035	1.036	0.10%	/
大禾投资-掘金30号	2019-07-31	1.002	1.007	0.50%	/
大禾投资-掘金32号	2019-6-14	1.033	1.035	0.20%	/
大禾投资-掘金33号	2019-8-21	0.979	0.985	0.61%	/

(以上资料仅供已有客户及渠道内部使用，请勿公开转发)

FOF 承接基金 10 月平均收益率为 1.01%。

报告期：2019 年 11 月 1 日-2019 年 11 月 30 日					年初以来收
产品名称	成立时间	期初净值	期末净值	区间收益率	益率
大禾投资-掘金 707 号	2018-05-28	1.727	1.751	1.39%	107.05%
大禾投资-掘金 909 号	2018-09-14	1.914	1.926	0.63%	100.68%

2. 投资理念

我们需要正确理解什么是“风险”。很多人将“风险”理解为“波动”。巴菲特曾经说过：“如果你问我，今天买可口可乐明天卖出，这样的风险如何？我只能说风险太大了。”但是如果持有可口可乐十年，这种风险可能低很多。我们真正应该关心的风险是未来可能发生的，可能对投资造成永久性损失的事件，以及未来的不确定性对价值判断造成的影响。

价值投资收益来源于公司的内在价值的评估和买入的价格。内在价值的评估具有不确定性，其不确定性来自公司本身、其外部环境以及投资者对该公司的认知程度。在决定公司内在价值的因素中，哪些是比较确定的，有哪些是不太确定的？不确定性的边界在哪里？不确定风险事件发生的机率有多少？企业对风险有哪些保护？可能造成的影响有多大？我们的认知的边界在哪里？哪些是可知的？哪些不可知？哪些不可知是通过研究变成可知的？是否存在哪些是我们不知道自己不知道的（黑天鹅）？以怎样的价格买入才留有足够的安全区域？当盈利不达预期等风险事件出现时是否可能击穿这个安全边际？

我们希望找到“进可攻，退可守”的机会：即便存在不确定性，但影响的量级有限；虽然存在意外的可能，但买入价格可确保即使发生也能全身而退；市场对企业的盈利预期不高，我们与之存在预期差。例如，最近被世界奢侈品集团 LVMH 收购的蒂芙尼在 2008 年次贷危机时候时就有这样的机会：当时的股价相当于蒂芙尼这一顶级奢侈品公司账上的钻石和黄金等存货以成本价甩牌，苦心经营了上百年的全球知名品牌白送。虽然珠宝这个生意短期收入受宏观经济影响，但长期需求是刚性的，无论经济怎么波动，珠宝首饰总是有人买的，大家经济能力允许会更青睐知名的品牌，这是一个常识。高端珠宝品牌的竞争格局良好，蒂芙尼与卡地亚、梵克雅宝、宝格丽在竞争并不激烈。一个 ROE 能长期超过 15%，量和价都要提升空间的好生意：当时在全世界的门店数并不饱和，具有很大的扩张空间，并且品牌溢价随着时间的推移会提高。这样的机会，我们承担的风险很小，但潜在收益巨大。

上面的案例说明我们要取得高收益并不一定要通过承担高风险来获得。我们希望承担低风险获得高收益，用 50 元甚至更低的价格买到价值 100 元，5 年后价值 200 元甚至更高的公司。我们评估公司价值的时候需要预测公司的自由现金流，并根据公司的风险和市场利率的变化调整贴现率。我们买入的标准是：以 DCF 方法计算后，最便宜的股票，越便宜越好。

（以上资料仅供已有客户及渠道内部使用，请勿公开转发）

（作者：杨华业）

3. 预期回报讨论

今年以来，“核心资产”的价格在大幅上涨，很多人担心价格会大幅下跌。我们并不想也没有能力去预测“核心资产”未来的短期走势，我们能做的是评估那些我们能看得清楚的公司经营情况、管理能力、竞争格局等的变化，并从中找到从长期的投资眼光看仍然被低估的股票。令人满意的是，我们仍然能找到一些股票，相信未来 3-5 年可以在风险很小的情况下获得良好的回报。

4. 【经典分享】张一鸣：我们是一家务实浪漫的公司

字节跳动 7 周年上，字节跳动创始人兼 CEO 张一鸣在演讲中，首次讲述了公司国际化、业务决策、技术研发和招聘用人等方面的经历，分享了他创业以来追求的目标和做事方法。以下是演讲全文：

欢迎来自各个国家的同事聚在这个小小的报告厅里，进行我们的年会活动。2018 年，我们取得了很多成绩，也经历了不少挫折和困难，很多同学为此付出了艰辛的努力。谢谢大家！过去的一年，不仅对我们公司而言，是非常不平凡的一年，对整个行业，甚至对整个世界都是。2015 年，我们在冲绳办年会，主题叫“巨变的时代”。当时我们感受到不断发展的科技，会对社会和世界带来很大的改变，但我们没有预料到科技带来巨大改变的时候，也引起了巨大的反作用力，科技公司也会在这个过程中，经历很多挑战。

过去，我站在这里跟大家分享公司业务，行业格局，这些我今天都不想再说了。为了准备今天的分享，昨天晚上，我去了一个地方找灵感。

过去有很多采访，经常问我创业是否艰辛。我觉得并没有。虽然挤在一个小小的民宅里，家具简单，但是我们印象中，当时的日子都是挺快乐的，是一个新的开始，每天都充满希望，最关键是在创造有价值的事情。即便并没有住在地下室里的艰辛，跌宕起伏的曲折故事，但还是想起不少事情值得和大家分享。所以我今天主要讲几个故事。

空间有形，梦想无限

大家都知道，我们拿到第一笔融资，是在这附近的一家小咖啡馆。其实还有两笔融资也是发生在这个房子里。公司创立半年左右，一个来北京旅游的美国创业者，经过朋友介绍来公司参观，聊了很多产品技术。他很惊讶，说这间公寓里团队的技术是跟硅谷接轨的，他能不能做一笔投资？后来他就成了我们的投资人。

在 2012 年底，就在锦秋家园里，我们开始讨论国际化的事情。我们在取“字节跳动”这个名字的时候，也想好了 ByteDance 这个英文名。那时候，同事中也没几个人出过国。但我们觉得，移动互联网带给我们的机会在全球都存在。

过去这些年，我们一直在讨论国际化。去年，我们说要加快国际化的进程。有个同事很积极，有一天跟我说下周要去印度调研。过了几天，我问他你在哪个城市，德里还是班加罗尔，他说还在知春路……他在印度过海关的时候被拦住了。我说为什么？他说他拿的证件不行。我说你拿的什么证件？他说 APEC 证。他拿着一张环太平洋组织的证件，去了印度洋的国家。他说，上面写着印度啊。我找了好久，看到一个缩写 IDN，这是印尼好么。

当然这并不能阻碍他去印度的热情，隔了一个礼拜，他还是踏上了印度的土地。他还在抖音里发了小视频，坐在“突突车”上，长途跋涉了两次总算过关了，感觉还挺欢快的。这位同学在印度做了很多行业的分析和调研，还招了很多候选人，我也不知道他是怎么做到的，毕竟英语也不是很好。于是我就想到了唐僧西天取经。这位同事是谁，我就不说了，大家就当他是唐僧吧，反正取到了真经。

我是想说，很多时候，尽管条件是有限的，不管是办公空间小，还是语言不通，但梦想依旧可以很广阔，可以追求创造非常大的事情。我曾经在一个工地上看过这句话：空间有形，梦想无限。我觉得特别契合。

我前两天，翻了下我的微博，发现一条私信。这让我想起了我们最早做推荐引擎的故事。2012 年底，头条 App 发布后不久，某晚在锦秋家园 6 楼办公室，我叫上所有的 PM（产品经理）和 RD（研发工程师）开会。核心议题：要做一个信息平台，看来势必要把个性化推荐引擎做好。我们现在要不要启动这个事情？当时非常多的人担心我们没有“基因”和能力，纷纷表示担心。我说，推荐我们不会，但可以学啊。于是我找到了《推荐系统实践》这本书的作者，问他要一本电子版看看。他说书还没出版，不肯给我，严重耽误了我们公司推荐能力的进度。我只能网上找资料，自己想象着写出了第一版的推荐引擎。现在他已经加入我们公司。

在当时，做推荐引擎对创业公司来说，难度还是很高的，那时候有很多人在做类似的 App，有些人是靠不可扩展地运营，有的人尝试通过简单的定制实现个性化，真正下决心做推荐引擎的公司很少，失败的很多。

但我们觉得，如果不解决个性化的问题，我们的产品只是做些微创新，也许能拿到一些移动互联网的红利，但不可能取得根本的突破，不能真正地创造价值。在任何时候，我们都要努力从根本上解决问题。

说起移动互联网，当时整个行业对移动互联网广告也是没有信心的。觉得屏幕很小，并不适合放广告。当时广告形态都是 banner、积分墙之类的，转化效率很低，用户体验也很不好。

但我问张利东，他却说特有信心，我问他为啥，他说因为用户反馈邮件箱里经常有人说想来打广告。虽然这些用户可能单笔广告费不会超过 5 千块。我们认真思考了下，觉得个性化推荐信息流广告才能从根本上解决问题。我们得找个广告主，验证一下。

2013 年 9 月，利东终于找来了一单生意，国美的北太平庄店。那时候，我们还没有广告系统呢。那怎么办？我们在信息流直接编码（hardcode），把广告的素材数据和地理位置范围投放硬编码写到了业务代码里面。为了证明广告有效，我们还设计了闭环：刷到广告后，点击收藏文章，拿着文章，到这家国美店买满 200 元东西，就送食用油。

刚开始，我们把推荐半径设为 3 公里，结果一个上午过去了，没有用户去，我们就把半径扩大到 10 公里，有十几个用户，又继续扩大，最后辐射范围最北到了北五环，最南到了南二环，来了一百多个人，终于把礼品送出去了。尽管效果很难说算好，我们还是非常兴奋，好歹实现了移动互联网定向闭环 LBS 广告啊。

这让我想起了《史蒂夫·乔布斯传》里提到的，17 岁生日的时候，乔布斯爸爸送给他一辆车，接下来一段话都在描述那个车有多破，但最后乔布斯说：but still it is a car。这就是我对我们第一个信息流个性化推荐广告的感受。

做正确的事，而不是容易的事

我们的头条寻人，现在已经找到 8521 个人了。平均每天弹窗 80+ 例寻人启事，最多一天找到了 29 名走失者。

做这件事，我们也有过很多讨论。大家可能都见过 404 寻人，很多公司做过，在一个根本打不开的页面上，放上寻人启事，用户看到的时候，小孩可能都走失一个月了，而且也不在同一个城市。咱们公司也有同事很早就提议要这么做，但我坚决反对。这个方法，根本找不到人，都是噱头，不如不做。如果我们要做，就认真找到能解决问题的办法。

到了 2016 年初，我们的用户已经达到一定密度，我们又重新讨论，有没有可能，从 LBS 广告到 LBS 寻人。在燕郊有了第一例成功案例后，我们认真仔细地做了测算，找到一个人要用多少成本，1 亿 DAU 的时候，是不是就能大规模的解决需求了，我们有没有机会和能力承担全中国的寻人信息。到如今，头条寻人已经是最有效而且找到人数最多的平台了。后来，我发现美国有一个系统叫 AMBER Alert，跟我们自己摸索出来的系统很相似。希望我们所有的公益项目都认真追求可持续、大范围、高效率，不要做表面工作。

前段时间，我们启用了一个新办公地点紫金数码，装修问题在头条圈被广泛讨论，很多同事吐槽办公室气味不好。我们因为团队成长太快，老是要搬新办公室，所以一直有问题。我也问房产的团队，为什么不能解决。他们

说，按照最高标准测试，也绝不超标。我们确实尝试了各种办法，但这是一个行业难题。有些公司的做法，是多摆点绿植，但其实只是心理安慰作用。

那我就说，我们真的尝试世界上最有效的办法了吗？有没有可能介入生产环节，有没有可能联系材料专家，从工艺和流程入手，彻底解决问题。虽然很难，也许不能在一个月，一个季度搞定，甚至一年内，都解决不了，我们还要想办法去尝试。希望明年，我们在这方面能有突破。不仅帮几万员工解决搬家时会遇到的空气质量问题，可能还是很好的商业机会。

有一天我看到咱们HR写的招聘PM的JD，特别生气。有一条写着：有五年以上互联网产品经验，具有日活千万量级以上的产品规划和产品迭代实施经验。我跟这个HR说，按照这个要求，陈林、张楠，我们公司一大批PM，一个都进不来，连我自己都进不来。别说千万DAU产品了，他们加入前，连百万，甚至十万DAU的产品也没做过。

很多同事加入我们公司的时候并没有光鲜的背景或者很好的履历，公司的产品经理，有设计背景的、运营背景的，还有代码写不好的工程师转岗的。也许有人倾向于招背景光鲜的男神女神，但咱们更爱朴素的“小鲜肉”。我们招人一直秉承的观念，是找到最合适的人，特质是不是真正契合，关注人的基本面。学校、相关经历、title都没那么重要。写这样的JD很容易，本质上是偷懒，要发现人的特质才是困难的。

也许暂时做不到最好，但要一直保持从根本上解决问题的心态。不管是做公益、搞装修还是招人。

拥抱不确定性，大力出奇迹

头条号现在已经有很大的影响力了，从图文视频问答，到直播支持扶贫，成为移动互联网上非常重要的内容生态。2014年，我们决定做头条号平台的时候，进展是非常缓慢的。产品非常简陋，邀请作者非常困难。当时头条号产品和运营在本职工作以外，每周都需要邀请作者入驻，在微博私信和微信公众号后台给创作者留言，从“智能推荐是什么”、“今日头条是什么”开始解释，经常找几百个人才有几个愿意入驻。内部也产生很多质疑，疑问我们能不能做起来。但我们还是觉得这对构建平台的内容生态非常重要，我印象中陈林特别坚持。在这种情况下，公司发动全体员工邀请创作者入驻，很多同事就从邀请自己身边的自媒体朋友开始，所有同事都兼任头条号作者的客服，答疑解惑，在内部沟通解决各类问题。

回头看，开始的时候我们的很多方法并不好，但是很努力、很专注，大力出奇迹。

短视频业务也经历过一些曲折。2015年年初冲绳年会的时候，我叫大家到一个居酒屋，第二次讨论做不做短视频。第一次是2014年，但当时整条知春路地铁上都是腾讯微视的广告，微博的秒拍也在全力推广，我们心里有犹豫。加

上经历了很多风波，精力上顾不上来。到年底美拍、快手已经起来了，我们感觉已经错过了。

16年底，我们又重新讨论，觉得还是不能放弃，这会是一件给世界带来很多改变的事情，我们还是要大力尝试，不仅要做，还要做两款，不仅在国内做，还要在海外做，不仅要在海外做，还要做好并购。

后来我们真的收购了Flipagram，17年春节，我突然告诉团队我们要去洛杉矶做整合工作，团队个个面露难色，因为以前出国都很少，一致表示心虚。现在，公司已经有多个产品在许多国家取得进展了。

照片里这个会议室，就是我们第一次去Flipagram的时候的办公室。去年，我还硬着头皮在LA做了一次CEO面对面。后来，看到有当地媒体说，我用halting English——“蹩脚”的英语——做了一次演讲。

讲这两个故事，是想跟大家说，做很多事情，初始都是很困难的，要调动资源全力以赴尝试很多次，才可能取得进展。现在，我们也有一些产品还不够好，我们欢迎积极吐槽提建议，但不要那么容易放弃希望。我觉得，动不动就说“凉凉”是很势利的。什么是势利，势利就是只对表面现状附和，不能超越现在，去想象还未发生的事情。我们要吸收真正有价值的吐槽，在重要的事情，正确的方向上要有旺盛的热情、大胆的想象力、坚韧不拔的意志，踏实去尝试，大力出奇迹。

有很多朋友问我，为什么要做社交，公司内部也有反馈，别跟某公司竞争，压力很大的。我给大家看这张图，是用户用微信发送消息时抖音链接被屏蔽的截图，去年我们仅在App内就收到20万的用户反馈，大家在问，为什么不能通过微信分享链接？是你们的软件出故障了吗？为什么不能给我妈妈发抖音视频，为什么不能给我同学发西瓜链接？我们可以放弃商业利益，避免竞争，不做某件事情，但是我们如何面对这20万用户的吐槽，这个问题要不要解决？

昨天有同学问我，对多闪有没有预期？我说，对多闪的预期就是没有预期。如果保障这些用户分享通讯的权利，是重要的需要解决的问题，我们的预期就是不断想，不断试，想办法突破。

我们是一群务实而浪漫的人

外界对我们有很多描述，说字节跳动是个过于理性的公司，张一鸣是一个过于理性的人，什么AB测试公司，App工厂之类的，我非常不认同。昨天去锦秋家园的路上，想起这些故事，我觉得，我们是一个非常浪漫的公司啊。同事跟我说是不是叫理想主义，浪漫有点贬义，听起来不靠谱。我说不是，理想主义还不够，浪漫比理想主义更浪漫，只不过我们是务实的浪漫。什么是务实浪漫？就是把想象变成现实，face reality and change it。

精致的文艺不是浪漫，粗糙的宏大是浪漫，新事物都是粗糙的。晒情怀故意感动别人不是浪漫，独立思考穿越喧嚣是浪漫。有生命力是浪漫，面向未来是浪漫，拥抱不确定性是浪漫，保持可能性是浪漫。

什么是务实？大家往往会把做容易的事当做务实，其实不是，做正确的事才是务实，短期投机不是务实。大力出奇迹是务实，刨根问底是务实，抓住本质是务实，尊重用户是务实，认识世界的多样性是务实。

我们的团队，无论是在锦秋家园有形空间里想象很大的事情，还是普通话都说不好的同学拿着 APEC 卡去印度调研，都是很浪漫的事情。甚至我们的字节范就是最浪漫务实的体现。“追求极致”是浪漫，“开放谦虚”是务实，“始终创业”是浪漫，“坦诚清晰”是务实，“务实敢为”既务实又浪漫。

还有什么是务实浪漫：有同理心是务实，有想象力是浪漫。

有人说你们公司是不是只会 AB 测试。我发过一个微头条：同理心是地基，想象力是天空，中间是逻辑和工具。AB 测试只是一个工具而已，是测不出用户需求的，同理心才是重要的基础。如果没有同理心，做出的产品肯定没有灵魂，不能满足用户需求。但是光有同理心还不够，这样只能做出有用的产品。想要做出彩的产品，想象力非常重要。

在头条还非常简陋、信息非常少的时候，我们就想象着头条的 feed 连着一根智能的天线，天线连着无边的信息海洋，每一刷，就会从海洋取回此时此刻此地你最感兴趣的信息。所以我们努力涵盖各种各样有用的信息，从新闻到图片，从三农到学术。

抖音也是如此，想象全屏的视频让手机变成一扇窗户，你透过这个窗户看到一个丰富的世界，抖音是这个五彩斑斓世界的投影，感觉非常奇妙。如果没有想象力，你可能只会做出一款对口型的热门应用或者搞笑视频软件，抖音也不可能从一款炫酷的音乐舞蹈小众软件，演化成包容美丽风光、戏曲艺术、感人故事、生活消费的大众平台。

我们跟踪一个个 Bug，做用户访谈，做 AB 测试是务实，但我们也有想象力，也浪漫。信息创造价值是我们的务实，记录美好生活是我们的浪漫。

电影《爱丽丝仙境漫游记》，里面有一句话，我印象很深，摘下来跟大家共享：

Alice laughed: "There's no use trying," she said "one can't believe impossible things."

"I dare say you haven't had much practice," said the Queen. "When I was younger, I always did it for half an hour a day. Why, sometimes I've believed as many as six impossible things before breakfast."

（“尝试也没用。”爱丽丝说，“一个人不能相信不可能的事情。”）

“我敢说这是你练习得不够。”女王说，“我像你这么大的时候，每天要练习半小时呢。有时候早餐还没开始，我就已经相信了多达六件的不可能的事情。”）

——《Alice's Adventures in Wonderland（爱丽丝梦游仙境）》

在早餐之前先想六件不可能发生的事情。我把这句话改了改：

Romance is all about imagining interesting things that could happen in theory but not in reality yet.

把“不可能发生的事情”改成“理论上可能发生，但事实上还未发生的事情”。浪漫就是如此。

就像爱丽丝说的，每天每年都想一想有什么事情可以发生，但不想不做就不会发生的事情。无论小事情还是大事情，无论工作中还是生活中。作为一个公司也应该保持想一想，我们能不能做出超越现在业界水平，超越目前产品，更创新更有价值的事情。希望我们永远是一个有想象力的公司。

关于务实和浪漫，还有一对相关的概念：ego 和格局。ego 的反义词是格局，务实和浪漫本质上就是要做到 ego 小，并且格局大，这样也才能有同理心，有想象力。

从公司角度：有人说业务发展快，就不容易出现办公室政治，因为发展快代表格局变大，大家就算 ego 大，也不容易碰撞，但公司一旦发展缓慢，就容易挤在一起了。大家可以想像下电子运动或者宇宙中的星球，ego 小，格局大，有更大的发挥空间。相反的是一个箱子内装了很多膨胀的气球。

“公司”这个词的英文 company，作为动词，还有“陪伴”的意思。公司早期，我做过一个比喻，创业就像一段旅程，我们一起去看最美好的风景，不要在中途逗留徘徊，不走捷径误入歧途。我今天想再加半句话，希望能跟大家这一群既务实又浪漫的人，一起去最好的风景。

全力奔跑就是我们的浪漫，running together，谢谢大家！

【免责声明】本报告包含若干对市场、行业、公司和产品的展望性陈述。报告中使用诸如“将”、“可能”、“力争”、“努力”、“计划”、“预计”、“目标”及类似字眼以表达展望性陈述。这些陈述乃基于现行估计及预测而作出，虽然本公司相信这些展望性陈述所反映的期望是合理的，但本公司不能保证这些期望被实现或将会证实为正确，故不构成本公司的实质承诺，投资者不应对其过分依赖并注意投资风险。