

巴菲特为什么买了 LEN

一家造房子的公司，和伯克希尔 8 亿美元背后的逻辑

妙空

费曼式写法 · 由多个 AI 代理撰写与互相审校

导读

一家造房子的公司，和伯克希尔 8 亿美元背后的逻辑

2025 年 8 月 14 日晚上，华尔街猜了半年的谜语揭晓：伯克希尔·哈撒韦向证监会申请保密、藏了两个季度的「神秘股票」，最大的一只是一只住宅建筑股——LEN，莱纳，7.8 亿美元。

如果你只把这当一条财经快讯，它三天后就过时了。但如果你顺着它往下问一句——「**造房子的公司，巴菲特不是躲了几十年吗？**」——你会挖出一条远超预期的线索链，链子的每一环都是一节值钱的投资课：

- 为什么住宅建筑这门生意的毒瘤不在「房子」，而在「土地」？（第三章）
- 为什么巴菲特 2023 年同时买了三家建商，却只留下了从不买地的那一家？（第四章）
- 一家背着几十万块土地的巨人，怎么用十二年把自己改造成「按月付土地租金的制造商」？（第五、六章）
- 美国人越买不起房，为什么大建商反而越赚钱？（第八章）
- 以及最后：8 亿美元买在一个看起来最难看的时点，到底是贵还是便宜？（第九章）

这本书不教你「跟着巴菲特买 LEN」——等 13F 披露时，他的买入价早就成了历史。它想做的是另一件事：把一个真实、新鲜、证据完整的决策案例拆开，让你看到**一流的投资决策是怎么一层层推理出来的**——不是看市盈率数字，而是看资产负债表的结构变化；不是听管理层说什么，而是看他们把土地放在了哪里。

每一章都能独立阅读，但十章连起来是一条完整的推理链。链子的起点是一个谜语，终点是一个你能自己得出的判断。

准备好了吗？我们从那份 13F 文件开始。

第一章 · 一只被藏起来的股票

2025 年 8 月 14 日，美股收盘后，全世界盯着伯克希尔·哈撒韦的人都在等一份文件。

这份文件叫 13F——美国证监会规定，管理资产超过 1 亿美元的机构，每个季度结束后 45 天内，必须公开自己持有的美股多头仓位。它就像大牌机构的「定期开箱视频」：你买了什么、卖了多少，白纸黑字，瞒不住。

这一次，大家等的不是普通的开箱。因为过去两个季度，伯克希尔的 13F 里都少了一块拼图。

一块故意留白的拼图

事情要从 2024 年底说起。伯克希尔的现金越堆越高，高到三千多亿美元，可它每个季度花出去的钱里，有一笔怎么也对不上账：现金流量表显示它在买「银行、保险和工业类」的股票，但 13F 里公布的持仓加起来，却对不上这个数。差额那部分，被伯克希尔向证监会申请了保密处理——一种合法的「暂缓公开」：建仓期间怕别人跟风抬价，可以申请晚几个季度再披露。

市场上管这种股票叫「神秘股」。过去半年，猜它是什么成了华尔街的保留节目。

8 月 14 日谜底揭晓，一口气揭了三只：钢铁公司纽柯（Nucor）、美国最大住宅建商霍顿（D.R. Horton），以及——美国第二大住宅建商，莱纳（Lennar，股票代码 LEN）。

其中莱纳的仓位最扎眼：**7,048,993 股 LEN A 类股，市值约 7.8 亿美元**，外加 18 万股 B 类股，合计近 8 亿美元。

大白话

大白话：巴菲特的公司偷偷摸摸买了两个季度、怕走漏风声特意申请保密的那批股票里，最大的一只，是一家造房子的。

仓位是怎么建起来的

把两份 13F 拼在一起，能看到一个清晰的建仓节奏：

- **2025 年第一季度**：悄悄买入约 193 万股 LEN，算是「下脚」；
- **2025 年第二季度**：猛加约 512 万股，一个季度买入约 5.75 亿美元，仓位翻了 2.6 倍；
- **2025 年第三季度**：几乎按兵不动，只多了不到两千股。

先小步试探，再大笔加码，然后停手观察——这不是随手一买，是有计划的建仓。而申请保密这个动作本身说明：伯克希尔觉得自己**还没买完**，或者至少不想让市场知道自己买到了哪一步。

同一季度，伯克希尔还做了另一组动作：减持了 2000 万股苹果，继续卖美国银行，清仓了 T-Mobile。一边在卖掉全世界最赚钱的公司之一，一边在偷偷买入一家造房子的。

为什么这事儿透着古怪

如果你是巴菲特的老读者，看到这里应该会觉得哪里不对。

住宅建筑行业，怎么看都不像「巴菲特的菜」。它**周期性极强**：利率一升，买房人消失，建商利润腰斩；它**重资产**：好地皮要提前几年吞下，几十亿美元压在地里；它**同质化**：莱纳盖的房子和霍顿盖的房子，买家真分得清吗？没有品牌护城河，没有提价权，赚多赚少全看周期脸色。2008 年金融危机，美国一整代建商倒下，活下来的也脱了层皮。

巴菲特自己讲过无数遍他喜欢什么样的生意：轻资产、有定价权、傻子都能经营好的那种——喜诗糖果、可口可乐、苹果。造房子恰好是反面：重资产、没定价权、得天天盯着利率和地皮。

而且，这还不是他第一次碰建商。2023 年他就买过一批（第四章会细讲那次「试水温」），但很快就卖掉了两家，只留下一家。也就是说，他对这个行业**试过、退过、又回来了**——而且这次回来的姿势完全不同：金额是上次的好几倍，还申请了保密。

这一章留下的问题

一只周期股，一个巴菲特躲了几十年的行业，一次偷偷摸摸的建仓。这三件事放在一起，只有两种解释：要么 95 岁的巴菲特老糊涂了，要么这家叫 LEN 的公司，已经不是我们以为

的那种「造房子的公司」了。

这本书就是为这个问题写的。我们会一层一层剥开：LEN 到底是谁（第二章），这门生意原来的病根在哪（第三章），它花了十年时间对自己动了什么手术（第五、六章），它现在实际上是怎么赚钱的（第七章），以及最后——巴菲特出手的那个价格，到底便不便宜（第九章）。

读完，你应该能自己回答：这 8 亿美元，买的究竟是什么。

第二章 · LEN 是谁

先解决一个最基础的问题：LEN 这两个字母，背后到底是家什么公司？

它的全名是 Lennar（莱纳），美国第二大住宅建筑商——每年交付八万套左右的房子，只比第一名霍顿（D.R. Horton）少一点。2024 财年（截至 2024 年 11 月），它交付了 80,210 套房子，收入 354 亿美元，净利润 39 亿美元。换算一下，相当于平均每天有 220 个美国家庭拿到莱纳盖的新房钥匙。

但这家公司的起点，小得不能再小。

从一辆卡车起家的建筑队

1954 年，迈阿密，两个年轻人吉恩·费舍尔（Gene Fisher）和阿诺德·罗森（Arnold Rosen）凑了一万美元，开了一家叫 F&R Builders 的小建筑公司。两年后，哈佛毕业的年轻人伦纳德·米勒（Leonard Miller）带着一万美元入股加入——从此这家公司就和米勒这个姓绑在了一起。

接下来的故事是美国阳光地带（Sun Belt）的标准叙事：战后婴儿潮、人口南迁、迈阿密到处都是等着盖房的空地。F&R 顺着这股风一路做大。1971 年公司上市，改了个新名字：把两位灵魂人物的名字掐头去尾拼在一起——**Leonard** 加 **Arnold**，成了 Lennar。

大白话

大白话：「莱纳」不是个单词，是两个创始人名字的合成词，跟「联想 = Legend 改来的」一个套路。

之后半个世纪，莱纳的扩张主要靠「吃」：九十年代收购西海岸建商，2000 年并购 U.S. Home、体量直接翻倍，2018 年又以约 93 亿美元（含债务）并购 CalAtlantic，首次坐上全美住宅建商的头把交椅——后来才被霍顿反超，屈居第二。今天的莱纳，业务遍布美国二十多个州，从佛罗里达到加州，从入门首套房到 55 岁以上的「活跃长者社区」都做。

米勒家族的三代人

伦纳德·米勒 1997 年把 CEO 的位子交给了儿子斯图尔特·米勒 (Stuart Miller)。这是个关键人物，后面几章会反复出现：莱纳那场长达十年的「轻资产手术」，就是他主刀的。

斯图尔特干了二十多年 CEO，如今是执行董事长兼联席 CEO（另一位联席 CEO 是 Jon Jaffe）。值得注意的不是他的头衔，而是他的说话方式：在财报电话会上，他很少谈「房价涨跌」，张口闭口是「生产节拍」「开工量」「现金流」。你会错觉这是一家制造企业的厂长在讲话——这不是巧合，第五章会讲，这正是他刻意改造的结果。

一只股票，为什么有两个代码

查莱纳的股票，你会同时搜到两个代码：**LEN** 和 **LEN.B**。这不是笔误，是双重股权结构——同一家公司发行两种股票，经济权益（分红、资产）几乎一样，但投票权不一样：

- **LEN (A 类股)**：每股 **1 票**，流动性好，是市面上主要交易的品种；
- **LEN.B (B 类股)**：每股 **10 票**，几乎没人交易，主要攥在米勒家族手里。

大白话

大白话：A 类是「分钱股」，B 类是「说了算股」。米勒家族靠 B 类股，用远少于一半的经济持股，牢牢握着公司的投票权。

这种结构巴菲特再熟悉不过——他自己的伯克希尔同样是 A/B 两种股票并行的双重股权设计。双层结构意味着一件事：**外部股东买得再多，也只能搭车，不能抢方向盘**。公司战略稳不稳定，全看米勒家族靠不靠谱。

而一个耐人寻味的细节是：伯克希尔这次两个代码都买了——705 万股 LEN，外加 18 万股流动性极差的 LEN.B。买 B 类股赚不到更多投票权（米勒家族的优势是压倒性的），它更像一个信号：建仓的人把这个家族、这家公司的里里外外，都研究过了。

本章小结

LEN 是一家有 70 年历史、从迈阿密建筑队长成的全美第二大建商，由创始家族第二代掌舵、靠 B 类股保持控制权。知道了「它是谁」，下一章要看的是它所在的这门生意本身——

一门巴菲特躲了几十年的生意，病根到底在哪。

第三章·这门生意的古老诅咒

要看懂巴菲特这次出手为什么反常，先得理解他躲了几十年的那个东西：传统住宅建筑这门生意，骨子里有个毒瘤。这个毒瘤不是盖房子，是**地**。

建商的第一重身份：土地投机商

直觉上，建商的生意是「买地 → 盖房 → 卖房，赚差价」。听起来跟面包店「买面粉 → 烤面包 → 卖面包」差不多。但有个要命的区别：**面粉随买随用，地不行**。

在美国，一块能直接开工的住宅用地（术语叫 finished lot，通好了水电路、走完 zoning 审批的地块）不是超市货架上的商品。从买下一片生地，到办完规划审批、铺好基础设施、切成一块块能盖房的地，一般要**两到五年**。也就是说，一个想每年稳定交一万套房的建商，必须在仓库里常年压着够盖三五年、也就是三五万块地的库存。

于是传统建商的资产负债表长成这样：最大的一项资产不是房子、不是现金，而是土地储备——动辄几十亿美元、够用好几年的一堆地。

大白话

大白话：传统建商表面上是「造房子的」，实际上半个身子是「赌地价的」。它赚的钱里，一大块不是盖房的辛苦钱，是囤地期间地价上涨的浮盈。

为什么土地是周期毒药

囤地本身不是错，错在囤地的三个属性叠在一起，刚好构成一台「周期放大器」：

- **超长的持有期**。你今天拍下的地，赌的是三五年后的房价。没有任何人——包括美联储——能预测三五年后的利率和房价。这不是经营判断，这是裸奔式的押注。
- **杠杆**。几十亿的地不全是自有资金买的，很多是借的。地价涨 10%，股东权益可能涨 30%；地价跌 20%，股东权益可能直接归零。

- **减值的会计绞索**。会计准则要求：地价跌了，必须计提资产减值——在报表上当场认亏。于是下行周期里，建商一边卖不动房，一边还要为躺在仓库里的地一笔笔记巨额亏损。

顺周期时，这三条全是甜的：地价涨、杠杆放大、账面利润漂亮。逆周期时，三条同时反转，公司像被三把刀一起扎。

2008：一整代建商的坟场

2006 年美国房价见顶，随后是房地产史上最惨烈的出清。建商们的遭遇可以列一份长长的阵亡名单：百年老店 Levitt & Sons 2007 年破产，巨头 TOUSA、WCI 2008 年相继进入破产保护，行业老三 Centex 2009 年被 Pulte 收编。活下来的也都靠计提减值续命——整个行业 2007 到 2009 年计提的土地减值以百亿美元计。

莱纳自己也没能幸免。2007、2008 两个财年，它合计亏掉约 **30 亿美元**，其中大头就是土地减值。那是这家公司上市几十年里最难看的两年，股价从高点跌去八成。

大白话

大白话：2008 年杀死建商的不是「房子卖不动」，而是「地里埋着的钱突然不值钱了，还是借来的」。房子只是跟着遭殃。

把账算到巴菲特头上

现在把巴菲特的投资偏好摆上来对照：他要的是**可预测的现金流**——十年后这家公司大概赚多少钱，他心里得有谱。而土地沉重的建商，利润表本质是「地价波动的放大读数」，今年赚 40 亿、后年可能亏 30 亿，完全不可预测。再加上高杠杆、强周期、产品无差异——三条全踩在他的负面清单上。

所以「巴菲特不碰建商」不是偏见，是理性：**他躲的不是盖房子，是囤土地。**

那么问题来了：如果有一家建商，把「囤地」这个毒瘤从身体里切掉了呢？它还算不算巴菲特黑名单上的公司？

这正是后面三章的故事。而故事有个参照系——第四章，先看看巴菲特 2023 年第一次买建商时，唯独留下的那一家，到底做对了什么。

第四章 · 2023 年的第一次试水温

2025 年这笔 8 亿美元，其实不是伯克希尔第一次买建商。第一次是两年前——而且那一次的买法，藏着理解这一次的钥匙。

2023 年夏天：一次买三家

2023 年 8 月披露的 13F 显示，第二季度伯克希尔同时建仓了三家住宅建商：行业老大霍顿（D.R. Horton），买了约 597 万股、市值约 7.3 亿美元；NVR，约 1.1 万股、7000 万美元；还有莱纳——准确地说是 LEN.B，约 15.3 万股、1700 万美元。

然后就是分化。到 2023 年底：霍顿，**清仓了**，前后拿了不到两个季度；NVR，**一直持有到今天**；而那笔小得不起眼的 LEN.B，也一直留着没动——两年后，它成了 2025 年大建仓的滩头阵地。

同一个行业、同一个季度买的三家公司，待遇天差地别。为什么 NVR 留下来了？

NVR：一家「没有土地」的建商

NVR 总部在弗吉尼亚，旗下有 Ryan Homes 等品牌，规模不如霍顿和莱纳，但它是全美建商里的一个异类：**它基本不拥有土地**。

第三章说过，传统建商的毒瘤是囤地。NVR 的做法是把这颗毒瘤整个摘除——它用土地期权代替土地所有权。

大白话

大白话：买期权拿地，就像你看中一套房但不直接买，只付 10% 定金锁一个「半年后按今天价格成交」的权利。房价涨了，你按约定价买入，赚到差价；房价崩了，你最多损失定金，转身走人。NVR 对土地干的就是这件事。

具体来说：土地开发商（专门做征地、审批、平整、铺水电的公司）把地做成能直接开工的成品地块，NVR 付一笔保证金——通常是地价的 5% 到 10%——换取按约定价格、约定节

奏提走这些地块的**权利而非义务**。市场好，它按约提地、盖房、赚钱；市场崩了，它认亏那点保证金退场，资产负债表上根本没有可以暴雷的土地库存。

这套模式在 2008 年接受了最严苛的压力测试，结果是建商史上的一个孤例：**金融危机那几年，NVR 是全美主要建商中唯一一家每年都赚钱的公司**。同行在计提百亿减值的时候，它的利润表一次都没红过。

长期看，这个模式的回报率高到不像制造业：轻资产让它的净资产收益率常年在 30% 以上，叠加持续回购，股价三十年涨了几百倍。巴菲特 2023 年留下它，再合理不过——这几乎就是「建商外衣的喜诗糖果」。

那把霍顿为什么卖了

霍顿是行业老大，管理优秀，但它当时（以及现在）仍是「重地模式」：自己拥有大量土地储备。换句话说，它身上还带着第三章那颗毒瘤。伯克希尔拿了不到两个季度就走，一个合理的解读是：研究完发现，它要的是 NVR 那样的模式，而霍顿不是。

所以 2023 年那次试水温，结论其实很清楚：**巴菲特不是不碰建商，他只碰「不囤地的建商」**。

真正的问题来了

如果标准这么清楚，那 2025 年这笔 8 亿美元反而更奇怪了：莱纳是出了名的大地主办——历史上常年压着几十万块自有土地，2023 年伯克希尔也只肯给它 1700 万美元的 B 类股小仓位，连 A 类股都没碰。

是什么让一家「重地建商」在两年后突然配得上 8 亿美元和保密建仓的待遇？

答案是：这两年里，莱纳把自己从「霍顿那一类」硬生生改造成了「NVR 那一类」。这场手术从 2013 年就开始了，2025 年初刚刚做完最后一刀。第五、六章，我们进手术室。

第五章 · 一场十年的自我改造

2008 年那 30 亿美元的亏损，在莱纳身上留下了一道疤，也留下了一个执念：这家公司决不能再让自己的命，攥在地价手里。

从 2013 年起，斯图尔特·米勒启动了一场当时没多少人注意的战略迁移。公司内部叫它 land-light（轻地战略）——目标一句话：**把地契从资产负债表上挪走，只留下「提地的权利」。**

把第四章的魔法，移植到自己身上

听着耳熟吗？这正是 NVR 干了几十年的事。区别只在于难度：NVR 是创业公司时代就长这样，而莱纳是个背着几十万块自有地的巨人，要一边跑一边换引擎。

换引擎的动作只有一个，但要重复几十万次：**以后拿地，只签期权合同，不再直接买地。**由土地开发方去征地、办审批、铺水电，把生地做成能直接开工的成品地块；莱纳付一笔保证金，锁定按约定价格、约定节奏提地的权利。地涨价的风险、审批拖延的风险、下行周期砸手里的风险，全部留在表外。

迁移的进度，用两个数字就能讲完：

- **控制地块占比**：2013 年底，莱纳手头的地块里只有 **19%** 是期权控制的；到 2024 年底，这个比例是 **82%**——约 39.4 万块控制地块对约 8.5 万块自有地块。
- **自有地库存深度**：行业里传统建商动辄压着三四年的自有地；莱纳把自有地压到了只够 **1.1 年**用量，而且还在往下走。

大白话

大白话：以前莱纳像囤了三年面粉的面包店，现在它只囤六个星期的面粉，剩下的全靠「随叫随到」的供货合同。面粉涨价砸手里的风险，转移给了供应商。

为什么要花十年

既然这招这么好，为什么不一步到位？因为期权拿地需要**交易对手**：得有人愿意替你承担持有土地的风险，替你垫那笔压三五年的大钱。

十年前，这个角色很稀缺——主要是些私募和土地基金，量小、价高、还不稳定。莱纳一边签期权，一边参与搭了一整套「体外循环」的基础设施：发起或参股表外土地银行基金，搭建叫 HOPP'R 的期权采购平台，把「替建商持有土地」做成了一门有人愿意长期投资的专业生意。等这个生态长大了，迁移才跑得起量。

这也是为什么米勒在财报会上越来越像个厂长。他的原话是：莱纳要从「一家碰巧盖房子的土地公司」，变成「一家纯粹的、轻地轻资产的、制造业模式的建商，享受成品地块的准时制（just-in-time）交付」。注意他用词的变化——**制造业、准时制**，这是丰田的语言，不是地产商的语言。

报表上看得见的变化

这场迁移不是口号，财务结果已经长出来了：

- 2024 财年，莱纳的建房资产回报率（return on inventory，利润除以压在库存上的钱）达到 **29.2%**——重资产时代这是个不可想象的数字；
- 建房业务的债务只占总资本的 **7.5%**，账上还躺着 47 亿美元现金；
- 同样的周期波动，砸在 1.1 年自有地上的减值风险，和砸在 4 年自有地上的同行，完全不是一个量级。

现在回看第四章的问题：2023 年伯克希尔只肯给莱纳 1700 万美元，因为那时它还是「82% 的改造工程未完」的半成品；到 2025 年，控制地块占比 82% 已达成，轻资产转型基本完工。巴菲特买的不是建商，是**完工时刻的建商**。

但严格说，2024 年底的莱纳还差最后一刀：表上毕竟还留着价值几十亿美元的自有地。这一刀在 2025 年 2 月落下了——那是整场手术最精彩的部分，值得单独一章。

第六章 · 把土地搬出资产负债表

第五章结尾留了把手术刀：2024 年底，莱纳表上还剩价值几十亿美元的自有土地。2025 年 2 月 7 日，最后一刀落下——莱纳把这块资产整个切下来，做成一家独立公司送上了市。

这家公司叫 Millrose Properties（纽交所代码 MRP）。看懂它，就看懂了巴菲特出手前莱纳身体里的最后一块拼图。

一场 55 亿美元的分拆

交易结构拆开看很干净：

- 莱纳把约 **55 亿美元土地资产**（约 8.7 万块地块）外加 **10 亿美元现金**，装进 Millrose；
- Millrose 的 80% 股份按比例分给莱纳的股东（登记日 2025 年 1 月 21 日）——老股东一觉醒来，手里多了一个新公司的股票；
- 莱纳暂时自留 20%，到 2025 年 11 月通过一个换股要约也全部分了出去——要约被超额认购 11 倍，至此莱纳和土地资产彻底脱钩。

大白话

大白话：莱纳相当于把自己的「面粉仓库」整个剥离出去单独上市，然后跟仓库签长期供货合同：以后面粉随用随取，仓库的盈亏不再进我的报表。

Millrose 靠什么活

剥离容易，难的是剥离出去的这家公司自己得是门好生意——否则只是把风险转移给股东。Millrose 的商业模式在美国是首创：**公开上市的「土地银行」REIT**。

REIT（不动产投资信托）是一种法律结构：公司把绝大部分利润强制分给股东，换来税收优惠，常见的是收租的商场、写字楼 REIT。Millrose 收的不是房租，是期权费：

- 它收购并持有土地、完成开发，把成品地块的「购买权」签给莱纳（未来也可以签给其他建商）；
- 莱纳按月付期权费，费率约为地块成本的 **8.5%/年**——地还在 Millrose 手里，但租金已经按月流回来了；
- 莱纳按生产节奏提走地块，Millrose 拿回本金，再投下一批地。资本像滚筒洗衣机一样循环。

对 Millrose 的股东，这是一门按月收租、资本循环的生意；对莱纳，土地从「自己背着资产」变成了「按月付费的服务」。注意这和普通租地的区别：莱纳拿的是**购买权而非义务**——市场真崩了，它可以放弃提地，损失止于期权费，土地减值的绞索套在 Millrose 脖子上，不在莱纳脖子上。

Millrose 一出生就开始扩张：2025 年 2 月 10 日，它花约 8.59 亿美元收购了 RCH 控股的约 2.5 万块地块（同月，莱纳收购了 RCH 旗下 Rausch Coleman 的盖房业务——一家专做入门首套房的建商）。一个有地、一个会盖，分工明确。

这场手术为什么对巴菲特的胃口

巴菲特看公司，一半看生意，一半看资本配置——管理层把赚来的钱和手里的资产怎么处理。Millrose 分拆在资本配置上是教科书动作：

- **各归各位**。土地资产交给愿意赚 8.5% 稳定费率的 REIT 投资者，盖房业务留给赚制造业回报率的钱——两种风险偏好的钱各取所需，公司整体估值反而更清楚。
- **股东直接受益**。分拆不是贱卖，Millrose 股票直接分到老股东手里，11 倍超额认购说明市场抢着要。
- **报表变干净**。拆完之后，莱纳的利润表几乎只剩「盖房卖房的差价」，周期性大幅下降——正是巴菲特要的那种可预测性。

把第五、六章合起来看：2013 到 2025，莱纳用了十二年，把「囤地的地产商」一步步改造成了「按月付土地租金的制造商」。2025 年 2 月手术缝合——就在分拆完成的同一个季度，伯克希尔的建仓开始了。

时间线不会撒谎。

但光把毒瘤切掉还不够——病人还得证明自己在日常经营上也是个好学生。下一章看莱纳的「车间」：它现在到底是怎么盖房子、怎么卖房子的。

第七章·像工厂一样盖房子

前五、六章讲的是莱纳「资产负债表上的手术」。但巴菲特买公司不只看资产结构，还要看车间——这家公司日常到底是怎么赚钱的？这一章进车间，而且挑一个最难看的时点进：2025 年第二季度。

先看难看的：利润表在「变差」

2025 年 6 月，莱纳公布了第二财季（截至 5 月 31 日）的成绩单，市场第一反应是失望：每股收益 1.90 美元，不及预期；卖房毛利率 **18.0%**——而一年前这个数字还是 22% 以上。管理层给下个季度的指引也是 18%，等于告诉市场：别指望很快回来。

利润率为什么掉？因为莱纳在猛推购房激励（incentives）：降价、送装修升级、以及最重要的——利率买断（rate buydown，建商掏一笔钱给贷款机构，把买家头几年的按揭利率从 7% 附近「买」到 5% 甚至更低）。2025 年二季度，这类激励平均占到房价的 **13.3%**。每卖一套房，七分之一的房价让利出去了。

华尔街的读法很直接：需求不行了，建商在割肉。

再看车间：机器在越转越快

但同一份财报里，还有一组不太上头条的数字：

- **建造周期 132 天**——从开工到交钥匙，比上季度又快了 5 天；
- **库存周转 1.8 次**——压在在建房子上的钱，一年能转将近两圈；
- 单季开工约 2.42 万套、交付超 2 万套、新订单 22,601 套，生产节拍稳中有升；
- 直接建筑成本环比还降了 1.5%。

这就是米勒说的 even-flow（均匀流生产）：不管市场冷热，尽量让开工、在建、交付保持均匀节拍，像流水线一样运转。为什么这个节拍值钱？因为建房子的成本大头不在钢筋水泥，而在**协作网络**：同一个分包商队伍、同一批供应商、同一条审批通道，一旦产量忽大忽小，队伍就散了——工人转行、分包商接别家活、供应商涨价。米勒在电话会上说得很直白：产量一停，「重启又难又贵」；保持产量，才能「沉淀出持久的效率」。

大白话：这就像航空公司不会因为某个月乘客少就把飞机停场——飞机停一个月，机组、时刻、维修体系全乱套。莱纳宁可让利 13% 也要让流水线不停，因为它算的是「机器折旧」，不是「单张机票」。

22% → 18%：是衰退，还是主动选择？

把两组数字放在一起，你会看到一幅和「需求不行了」完全不同的图景：需求确实弱（利率 7% 摆在那里），但莱纳的应对是**用利润率换产量**——激励拉高到 13.3%，把房子卖出去，让流水线保持 132 天的节拍和 1.8 次的周转。

这笔账是这样算的：毛利率掉 4 个百分点，疼一年；流水线停了再重启，疼三年，而且重启期间市场份额会丢给对手。更要命的是，在轻资产模式下，「不停线」还关系到第五章那套期权体系的信用——你按节奏提地，Millrose 和土地开发商才愿意继续给你供地。

米勒的原话：保持产量「是在用毛利率换可负担性（affordability）」，而这换来的效率「是持久的」。

巴菲特读这份财报的顺序

普通投资者读财报从 EPS 开始，读到 18% 毛利率就关页面了。而这套「先让利、保节拍」的逻辑，恰恰是巴菲特在盖可（GEICO）、在内布拉斯加家具城、在伯克希尔自己的制造业务里用了一辈子的逻辑：**利润率是结果，周转和份额才是原因。**

何况报表底部还有一行：股东权益约 230 亿美元，每股账面价值约 87 美元，流动性 54 亿美元——让利让得再狠，也只是少赚，离「受伤」远得很。

讽刺的是，伯克希尔建仓最猛的正是这个「最难看」的季度。市场在为 1.90 美元的 EPS 失望时，有人按季买进了 5.75 亿美元。下一章要回答：整个美国楼市的大环境，到底是在帮莱纳，还是在害它？

第八章 · 买不起房的美国，为什么是建商的利好

上一章结尾的问题很现实：30 年按揭利率在 7% 附近趴着，房价在历史新高附近——这种环境，按理说应该是建商的坟场。可 2024 年莱纳交了 8 万套房、赚了 39 亿美元。美国楼市到底是个什么状态？

答案是：这是一个被「冻住」的市场，而冻结本身，恰恰是新房建商的好消息。

利率锁定效应：一场全民「舍不得卖房」

2020-2021 年，几千万美国房主把按揭利率锁定在了 3% 上下。今天利率 7%。这意味着一个普通房主如果想「卖了旧房换个差不多大的新房」，月供可能直接涨五六成——**不是买不起，是换不起**。

于是整个成屋（二手房）市场被冻住了：2024 年美国成屋销量只有约 400 万套，是 1995 年以来的最低水平。想卖房的人捂着不卖，市面上的二手房源就少得可怜。

大白话

大白话：3% 的按揭就像一张超值的长期饭票，卖掉房子等于把饭票撕了。所以美国房主集体选择「哪儿也不去」，二手房市场断供。

但需求并没有消失——结婚、生孩子、换工作、退休，每年照样有一百多万个新家庭需要房子。二手房没货，他们只能去看新房。于是出现了一个历史性倒挂：**以往新房只占市场上可售房源的一成左右，如今这个比例升到了约三成**。高利率冻住的是莱纳的竞争对手（二手房东），不是莱纳。

缺房到底缺多少

再看更长期的底数。2008 年危机后，美国建商十几年不敢开工——新屋开工量长期低于家庭形成的速度，欠账越攒越多。到 2020 年代，「美国缺多少房」成了一道名题：

- 房地美（Freddie Mac）的估算：缺约 **380 万套**；
- Zillow 的估算：缺约 **450 万套**；
- 最保守的一批研究者也承认缺口在 **150 万套** 上下。

取哪个数字，取决于你怎么算「被压抑的需求」，但方向没有争议：**这是一个积累了十几年的供给缺口**。按莱纳和霍顿一年各 8 万套上下的产量，全行业一年新增约 140-150 万套，这个缺口要好些年才填得上。对建商来说，这叫「需求的地平线看得见」。巴菲特最爱的就是这种：短期波动吵翻天，长期方向没争议。

寡头化：小弟掉队，大哥通吃

高利率还干了第三件事：它把行业里的弱者挤了出去。

美国住宅建筑长期是个极度分散的行业，几万个小建商各占一个镇。但小建商有三座大山翻不过去：

- **钱**：小建商拿地盖房靠银行贷款，利率 7% 的时代，银行对地产开发贷惜贷，大建商却握着几十亿现金和极低的负债率（莱纳建房业务负债率 7.5%）；
- **利率买断**：莱纳能掏房价的 13% 帮买家把利率「买下来」，这是规模化的批发买卖；小建商一年盖二十套房，贷款机构都懒得给它定制这种产品；
- **供应链**：132 天的建造周期靠的是稳定的分包商和采购量，小玩家拿不到同等的价格和排期。

结果是行业肉眼可见地集中：美国前十大建商占新房成交的份额，从 2000 年的一成左右，升到了如今的**四成以上**，而且还在继续升。霍顿加莱纳两家，一年就交 17 万套房。

把三件事串起来

现在把整个市场环境拼成一张图：利率锁定冻结了二手房竞争（短期利好），十几年的供给缺口给了长期需求（长期利好），高利率挤出小建商、份额向头部集中（结构利好）。三件事的受益者名单里，排在最前面的就是手里有现金、有节拍、有产能的那几家——霍顿，和莱纳。

这也解释了第一章那个细节：伯克希尔的「神秘股票」不是只有莱纳一只，同批揭开的还有霍顿和钢铁公司纽柯。**这不是一只股票的选择，是对「美国房子不够住」这个判断的一篮子**

下注。

判断再好，也要看价格。下一章算账：110 美元上下的莱纳，到底便不便宜。

第九章·巴菲特买贵了吗

前八章讲的都是「这家公司好不好」。但投资里有句老话：好公司不等于好股票，中间隔着一个价格。这一章算账。

先估伯克希尔的成本

伯克希尔没有公布买入价，但可以估：它绝大部分仓位（约 512 万股）是 2025 年二季度买的，花了约 5.75 亿美元，均价大约 **每股 112 美元**；6 月 30 日那天 LEN 的市价折算下来约 110 美元。也就是说，建仓成本就在 110 美元上下——这个数记住，下面所有对比都拿它当分母。

三把尺子量一遍

第一把尺子：市盈率。按 2024 财年每股盈利 14.31 美元算，110 美元的买入价只相当于 **7.7 倍**市盈率。当然，2025 年盈利在下滑（第七章说过，主动让利），按下滑后的盈利水平算，前瞻市盈率大约 12-14 倍。就算用这个「变差之后」的数字，也只有同期标普 500 平均（23 倍上下）的**一半多一点**。

第二把尺子：市净率。2025 年二季度莱纳每股账面价值约 87 美元。110 美元买入，相当于 **1.27 倍**市净率。而这家公司的股东权益里，最虚的那部分——土地——刚刚被剥离掉了（第六章），剩下的净资产比以前任何时点都「实」。用 1.27 倍买一份「瘦身后的净资产」，而它一年能产生 29% 的库存回报率，这笔账怎么算都不贵。

第三把尺子：资产负债表。建房业务负债率 7.5%，账上现金 47 亿美元，流动性 54 亿美元。这不是「能不能活下去」的表，是「危机来了还能抄底别人」的表。对巴菲特来说，这种表意味着**下行风险有底**：就算楼市再来一轮寒潮，莱纳大概率是收尸的那个，不是被收的那个。

大白话：用半个大盘估值的价钱，买一家刚做完轻资产手术、负债率 7.5%、每年还有 29% 资产回报率的行业老二。贵不贵另说，「明显的便宜」谈不上，「明显的贵」肯定谈不上——而巴菲特一生绝大多数好交易，都落在「不算贵、但确定性极高」这个区间里。

仓位大小本身就是信息

还有一个常被忽略的角度：8 亿美元，在伯克希尔约 2600 亿美元的股票组合里，只占 **0.3%**。对这个体量的伯克希尔，0.3% 的仓位涨了十倍也动不了总盘子。那为什么要买？

三种互不矛盾的解释：

- **可能是副将的手笔**。伯克希尔的两个小仓位常出自泰德·韦施勒（Ted Weschler）或托德·库姆斯（Todd Combs）——2023 年那批建商股就被普遍认为是他们买的。这次是同一条研究线的延续和放大。
- **可能是未完待续**。申请保密建仓说明买方不想惊动市场——通常只在你**打算继续买**的时候才这么做。8 亿美元也许只是头期款。
- **可能是一张「观察席门票」**。买一点，你就开始认真跟踪这家公司、这个行业，为将来真正的大动作攒认知。巴菲特买中石油之前，决策依据主要就是公开年报——认知先于仓位，是他一贯的次序。

赔率结构：输有限，赢看天

把整笔交易翻成赌注的语言：下行——利率长期高位、楼市冰封，莱纳盈利再掉三成，按 1 倍市净率的极端清算价算，亏损空间大约两三成；上行——利率一旦回落，被锁死的需求解冻，利润率从 18% 回到 22%，份额还在向头部集中，盈利和估值可以双升。再叠加公司自己每年几十亿美元的回购（2024 年回购了 21 亿美元），每股收益的引擎在自己转。

巴菲特管这种结构叫「正面我赢，反面我不输太多」。注意他下这个注的时点：不是楼市火热、人人喊涨的 2021 年，而是 EPS 难看、分析师摇头的 2025 年。**坏消息出尽的时刻，才是好价格的来源。**

账算完了。最后一章收拢：把十章的线索拧成一股，回答那个贯穿全书的问题——以及，冷静地看看这单生意可能错在哪。

第十章·他到底在赌什么

回到这本书开头的问题：巴菲特（或他的副将）到底看中了 LEN 的什么？九章走完，答案可以摊在桌上了。

四条线索拧成一股

第一，公司变了。巴菲特躲建商，躲的是「囤地的地产商」（第三章）。莱纳用十二年把这颗毒瘤切掉了：82% 的地块改为期权控制，自有地只够 1.1 年，2025 年 2 月 Millrose 分拆把最后的土地库存也搬出了表（第五、六章）。它现在的财报语言是制造业的：节拍、周转、准时制交付。

第二，行业结构在帮忙。利率锁定冻住了二手房这个最大的竞争对手；十几年的建设欠账留下 150 万到 450 万套的供给缺口；高利率又把小建商挤出场，份额加速向头部集中（第八章）。短期波动吓人的背后，长期方向异常清晰。

第三，管理层是加分项。米勒家族用 B 类股握着控制权，战略十年不动摇；敢在下行期主动牺牲 4 个点毛利率保产量（第七章）；资本配置上是教科书动作：分拆直接分股给股东、危机期不裁员停线、常年大额回购。

第四，价格有安全边际。110 美元的买入价，是变差后盈利的 12-14 倍、瘦身净资产的 1.27 倍、负债率 7.5% 的堡垒资产负债表（第九章）。下行有限，上行看利率解冻。

四条线索单独看，没有一条足够惊天动地。拧在一起，就是巴菲特最经典的那种交易：**在一个被坏消息笼罩的行业里，买一家刚完成质变、价格还没反应的公司。**

这单生意可能错在哪

把风险也摊开，才算把这道题做完整：

- **利率可能长期不降。**如果 7% 的按揭利率成为新常态，被压抑的需求就一直被压着，18% 的毛利率就不是「主动让利」，而是「新常态」。期权模式的 8.5% 供地成本，在低毛利环境下会更扎眼。

- **经济衰退不分好坏公司。**失业率一旦上升，买房需求会真实消失，而不只是被冻住。轻资产模式能降低减值风险，降不了销量风险。
- **建房成本端有逆风。**美国建筑工人严重依赖移民劳动力，移民政策收紧会直接推高人工成本、拖慢工期——这是 132 天建造周期最脆弱的一环。
- **表外不等于无风险。**Millrose 是莱纳一手造出来的供地系统，两边利益深度捆绑。万一楼市硬着陆，Millrose 手里的地减值，反过来会冲击莱纳的供地节奏和期权成本。毒瘤切掉了，但脐带还在。
- **它仍然是个小仓位。**0.3% 的仓位本身就是伯克希尔对这堆风险的定价：看好，但还没好到押重注的程度。

普通读者能带走什么

这本书从头到尾不建议你跟买 LEN——等你读到 13F，价格、时点、背景全变了。但有三件工具，是这次拆解可以装进你口袋的：

一、看结构变化，不只看估值数字。莱纳的「便宜」不是 PE 低——周期股在盈利顶部 PE 总是低的。真正的信号在资产负债表上：土地从「自有」变「期权」、从「表内」变「表外」。商业模式的质变发生在报表的边边角角，等你从利润表上看出来时，价格早就变了。

二、坏季度里找好公司。伯克希尔建仓最猛的季度，恰恰是莱纳 EPS 最难看的季度。判断一家公司，要分清单季数字里哪些是「周期擦伤」、哪些是「机体病变」——莱纳让利换节拍是前者，土地减值的年代那才是后者。

三、别人的仓位是别人的安全边际。8 亿美元对伯克希尔是 0.3% 的观察席，对一个普通账户可能是全部身家。同一只股票，仓位不同，性质完全不同——他的容错来自仓位大小，不来自「股神不会错」。

尾声

2025 年夏天那份 13F，表面上是「巴菲特买了一只建筑股」，拆开看是一部十二年的公司改造史、一场被冻结的美国楼市、一次教科书级的资本配置，外加一个留了白的仓位谜题。

这只股票后来是涨是跌，反而不是最重要的。重要的是下次再看到「股神买了个看不懂的东西」时，你知道该往哪里挖：往资产负债表里挖，往行业结构里挖，往管理层过去十年的动

作里挖。

答案从来不在新闻标题里。

巴菲特为什么买了 LEN · 妙空