

估值是一个被数字包着的故事

AI 原生时代的财务建模与人机共生法则

$$\int_0^T f(x) dx = \frac{1}{\gamma^{1-\beta}} \sum_{s=1}^T x_{s/\gamma} - \frac{H(\beta, \gamma)}{1-\beta}$$

$$V(M) = \frac{V(\sigma \sqrt{T} f) V - \delta)^T}{r^2}$$

$$\sum_{s=1}^n p(1-u)^s f(t+1) e^{-T(r+\delta)^s} ds$$

$$V(A) = \sum_{i=1}^{n-1} p(x_i - p_2) f(A)^T e^{-\ln x}$$

$$Ms = \sqrt{(m^2 + 2\sigma^2 \lambda t)^2}$$

$$\frac{\lambda^2}{1-\beta} [f(x) - A - P(x)]$$

$$V_{s,0} = E(x^s) + M_0 \rho(x)$$

$$\sum_{n=1}^n p(x_n - T_1) - T^2(p_1) + M_0 (k \lambda_0 k)$$

$$D(x) = \frac{1}{2\pi^2} ((x_1 - x_2) 2[V(x_1 - x_2)])$$

$$L(x) = n \phi(-\hat{\theta}_1)$$

$$\Delta_g = \{x\} \cdot \text{O}(s)$$

$$E_1 = \rho'(x_2) \cdot L_2(1 - F(x_1) - \gamma)$$

$$u = \int_0^x f(x) dx + \ln(x) - \ln(a^{-1})$$

2016 年 Uber 估值悖论



出租车公司

\$28B

DCF 模型

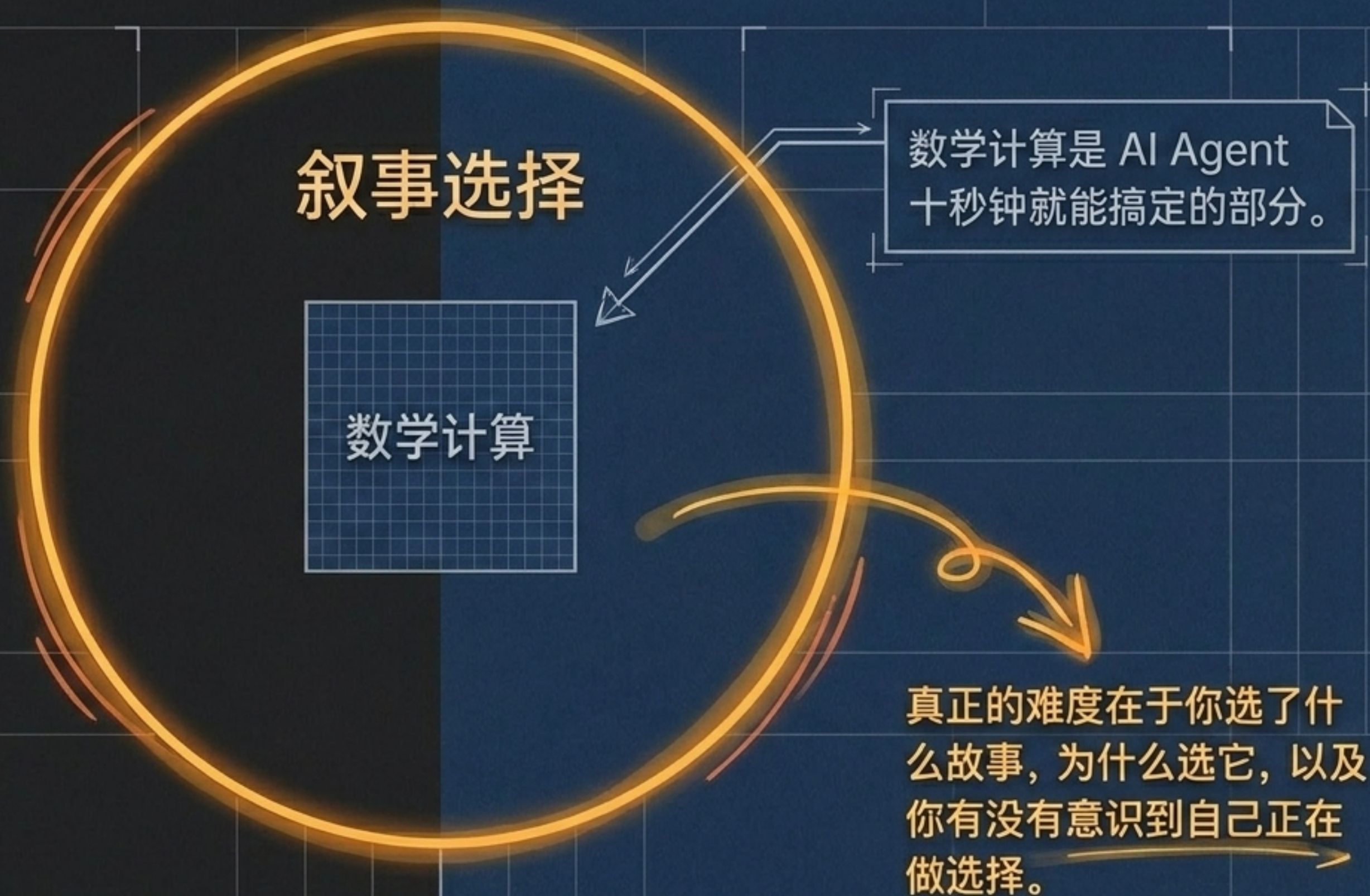


物流平台

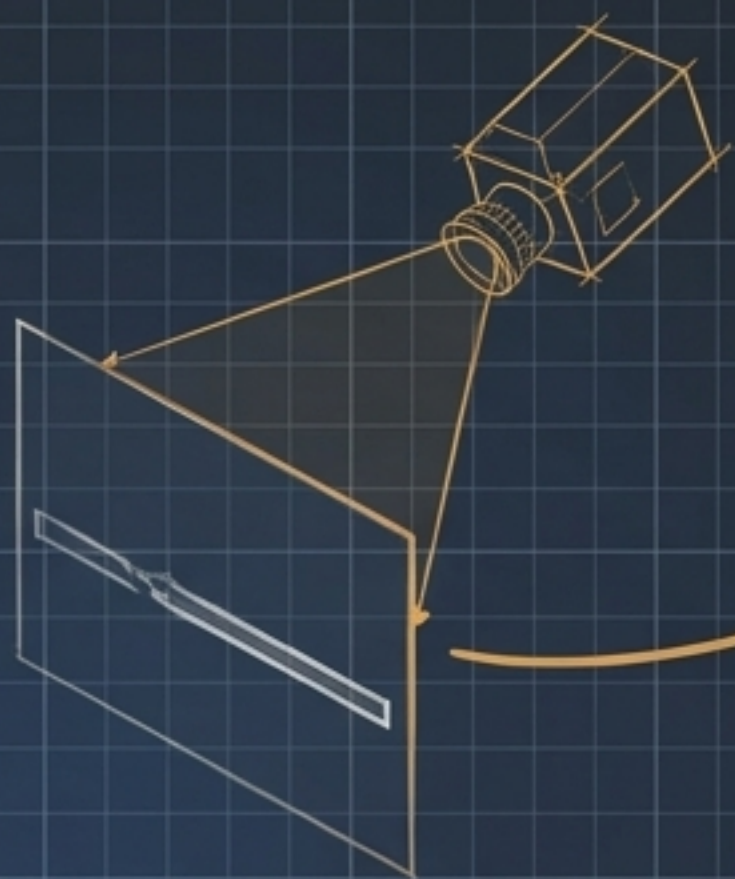
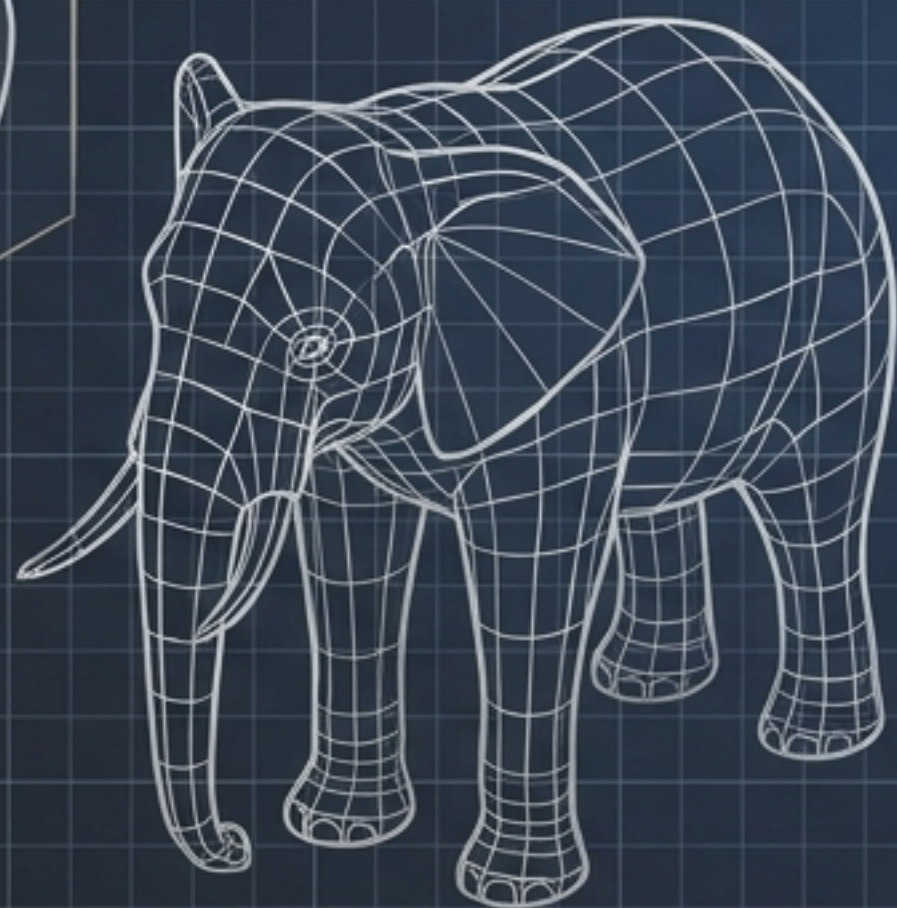
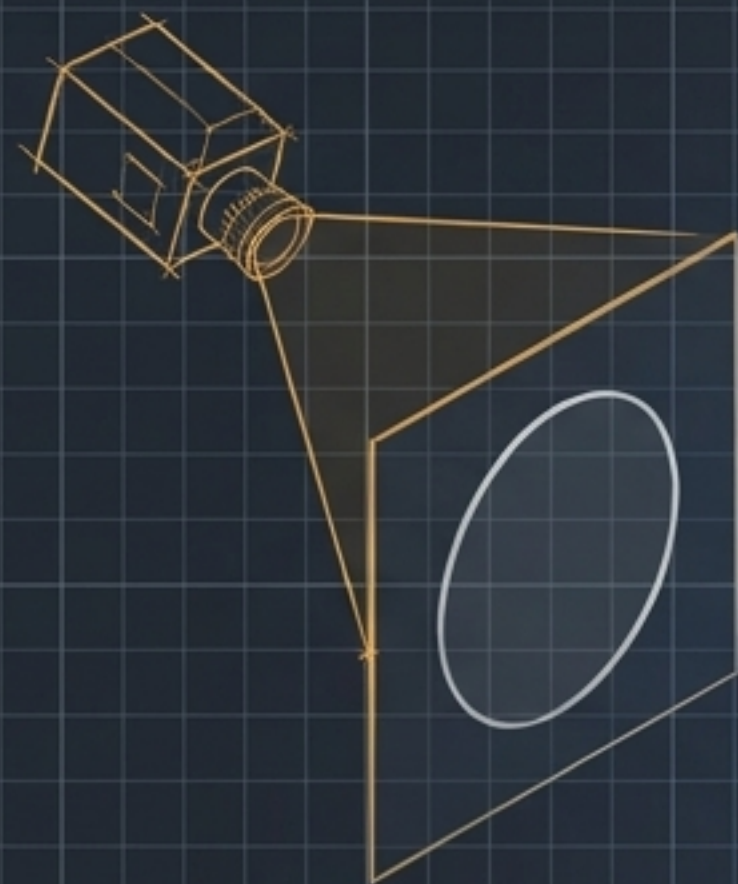
\$62B

同一个 DCF 模型。同一套公开数据。同一个折现率公式。
两组都没算错，区别在于故事。

估值不是计算题，是叙事题

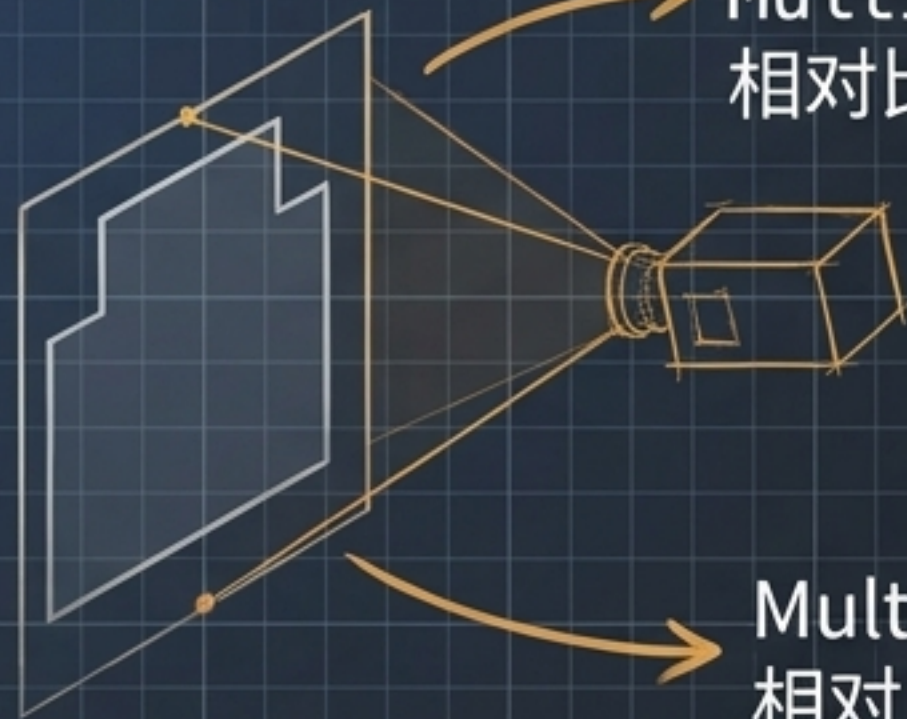


估值的三重视角：盲人摸象



Asset-based (资产法) :
清算底线

Multiples (倍数法) :
相对比较

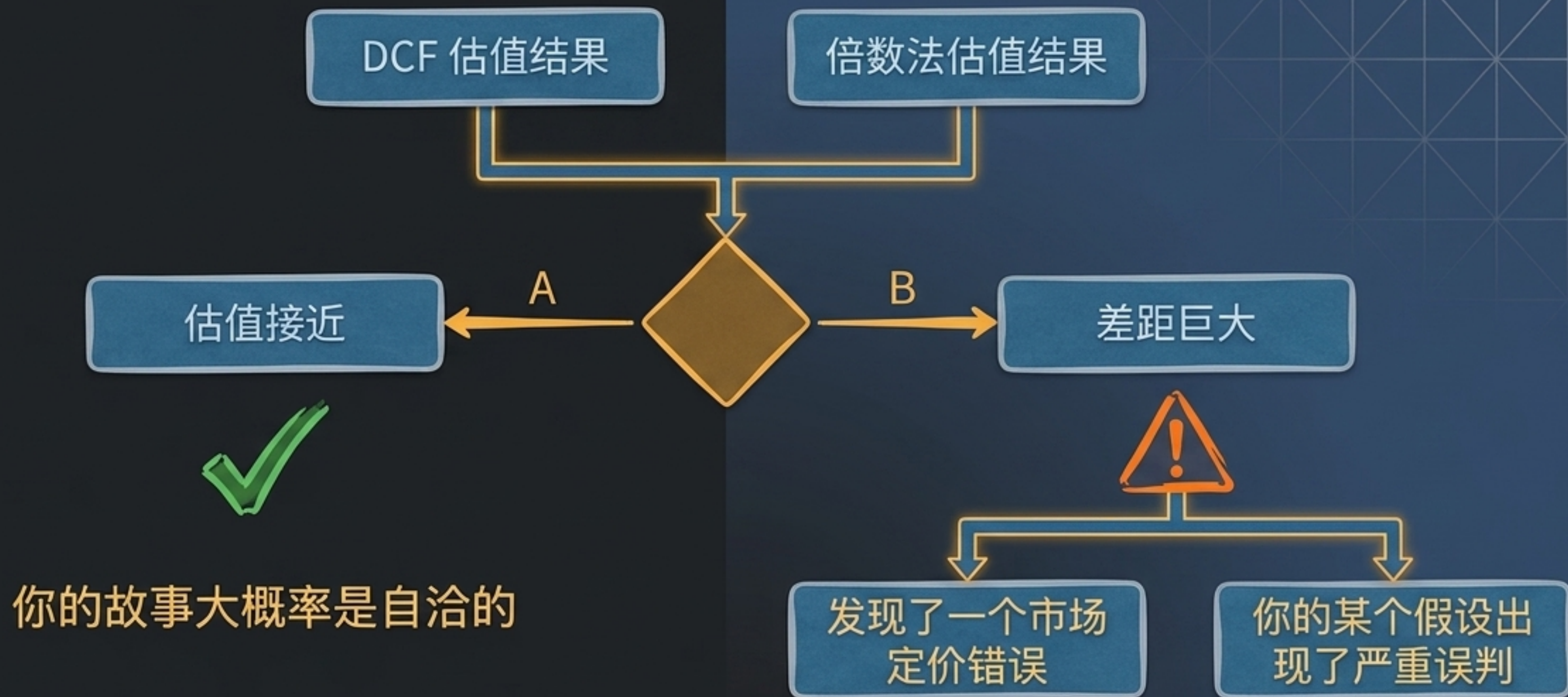


Multiples (倍数法) :
相对比较

没有哪种方法更正确

	<u>核心问题</u>	<u>最适用场景</u>	<u>致命弱点</u>
DCF	这个故事对应多少钱?	现金流稳定的成熟公司	任何一个假设偏离, 结果就完全偏离
倍数法 (Multiples)	市场给类似公司什么价格?	高增长、尚未盈利的公司	类似公司的假设通常不成立
资产法 (Asset-based)	最坏情况下的底线在哪?	重资产、周期性行业	对轻资产/软件公司毫无意义

交叉验证：寻找故事的自治



差距本身就是最重要的信息。

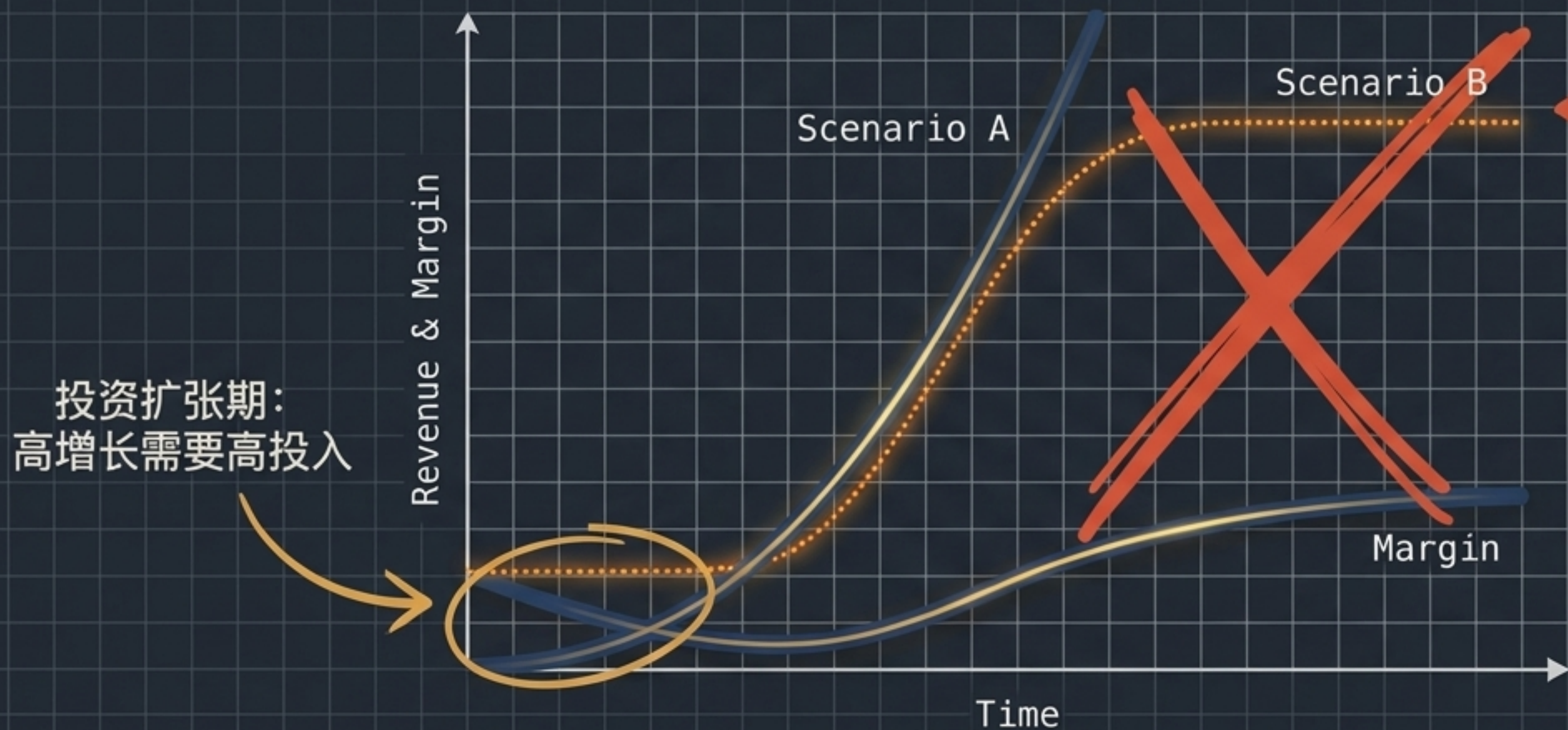
解码 DCF：一个关于未来的完整叙事

企业价值 = 未来现金流折现



表面上是五个数字，
实际上是五个关于竞争、
市场和风险的判断。

选择 1 & 2: 增长与利润的物理法则



你的数字不能讲述一个自相矛盾的故事。

选择 3 & 4: 投入与风险的代价



同样赚 10 亿，半导体公司要建厂，软件公司不用。现金流差三倍。

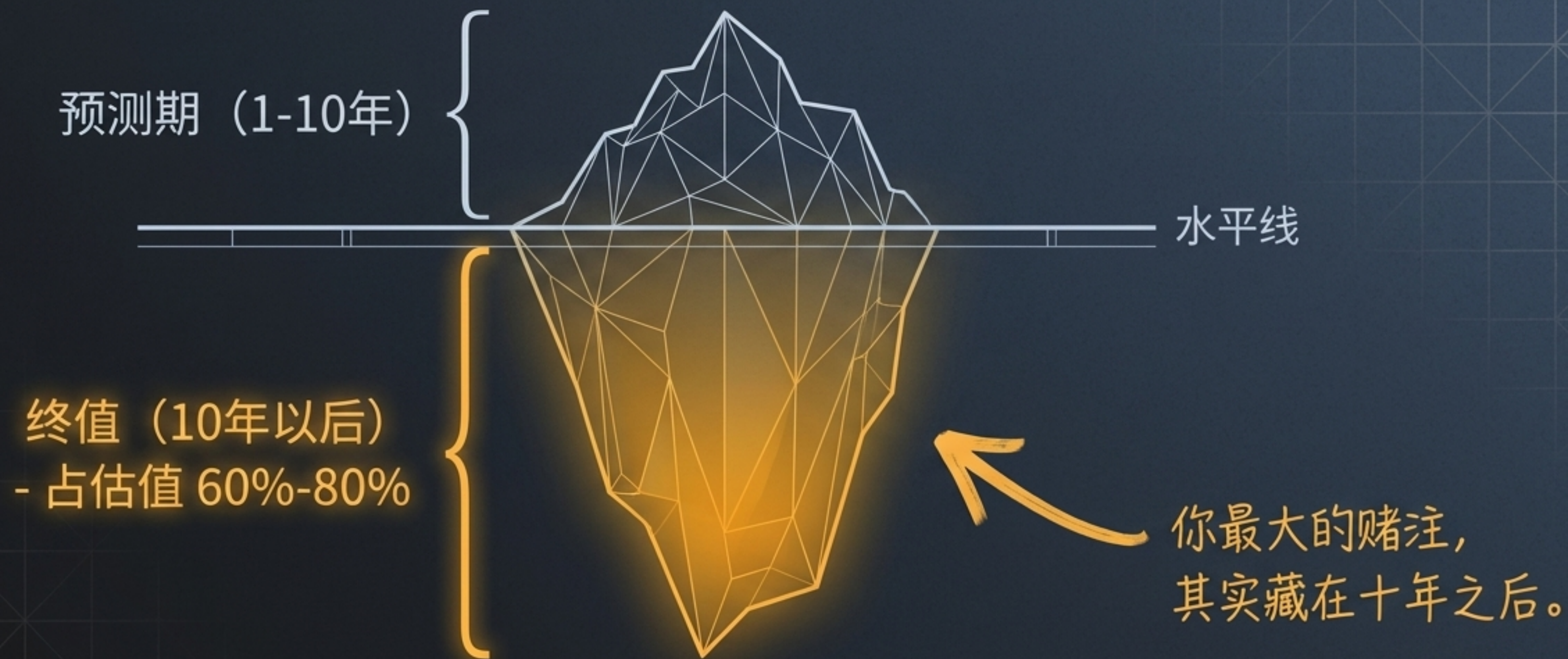
折现率 = 你承担风险的标价

2% 折现率变化



高增长公司，折现率微调 2%，估值可能暴跌 30% 以上。

选择 5：隐藏在水下的巨兽



2% 与 3% 的永续增长之差，对估值的影响可达 20%-40%。

铁律：先写故事，再填数字

Damodaran 对阿里巴巴的估值 (2014)

The Story: 中国电商渗透率还有三倍空间，阿里将占据主导，但利润率会因竞争和监管下降。

→ 高收入增速

→ 下降的利润率

→ 较高的折现率/风险溢价

故事是检验数字一致性的唯一工具。

敏感性分析的真正目的

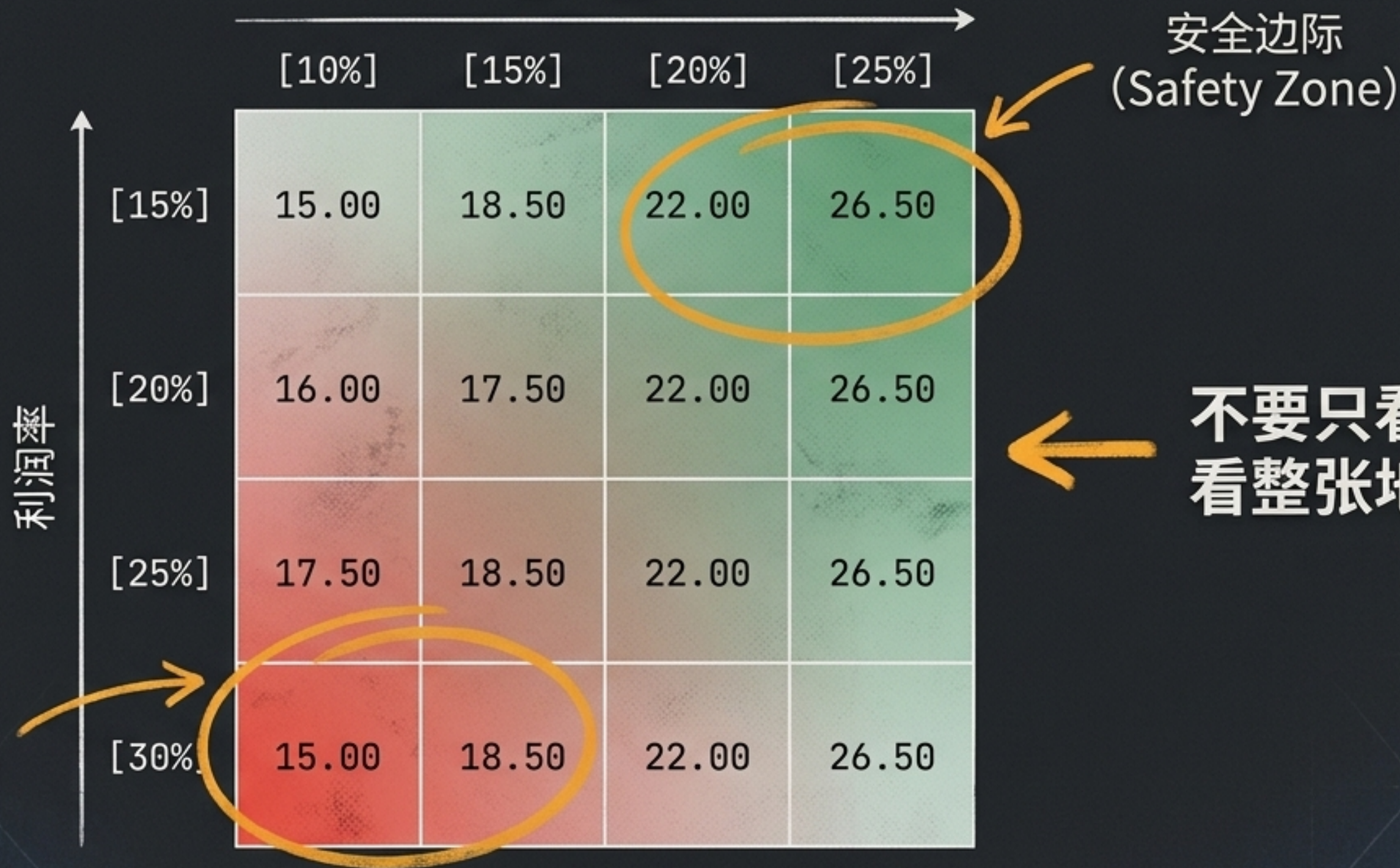
业余视角：用来算出公司到底值多少钱。

¥32,450.12

专业视角：用来找出这个估值暗中依赖的那个假设。找到它，你就知道自己到底在赌什么。

二维热力图：看见你的赌注

收入增速



倍数法的陷阱：参照物的幻觉

行业平均 $P/E = 25$



1 个高增长龙头
(P/E 50)



9 个慢速公司
(P/E 15)

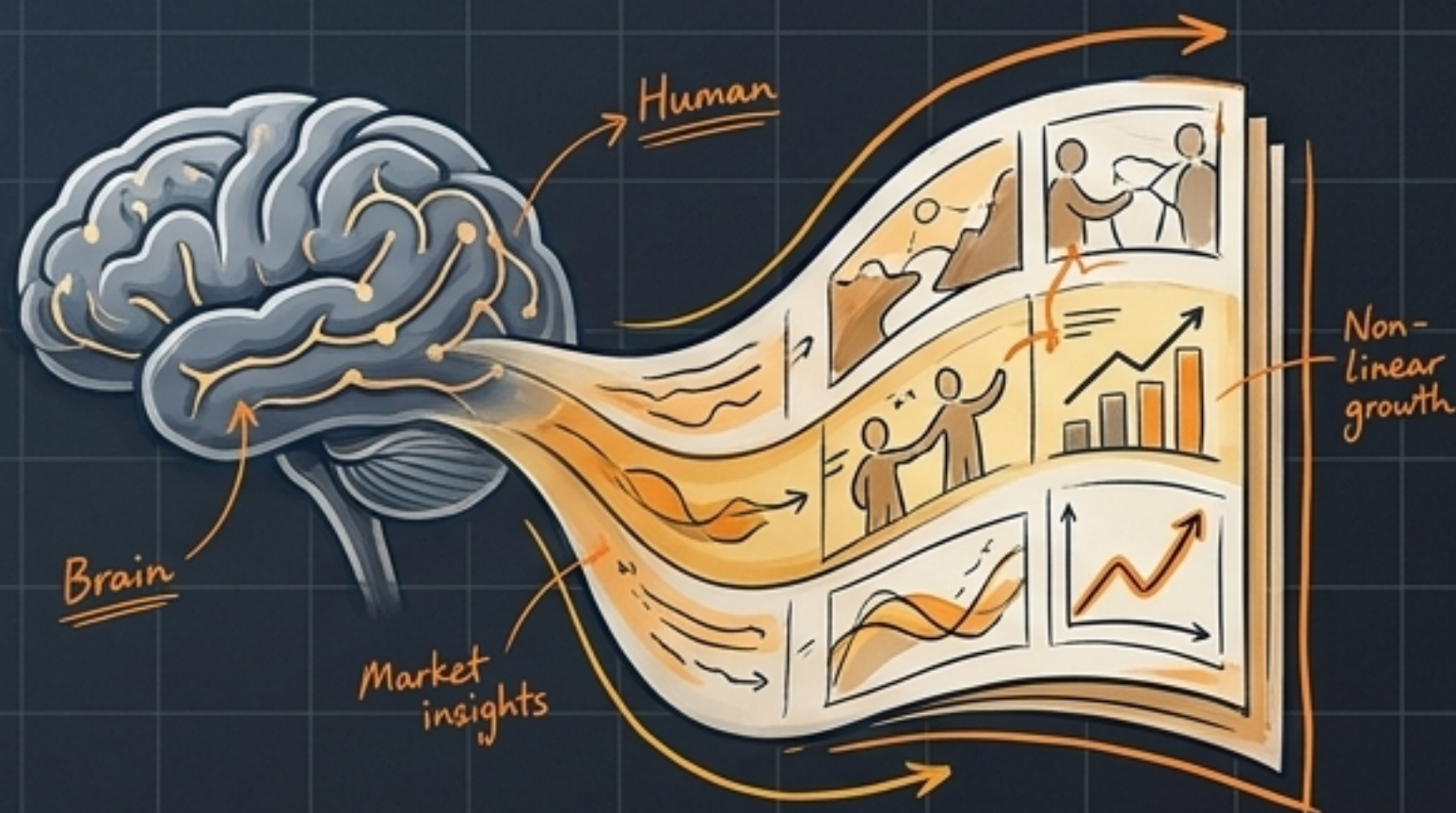
你以为 P/E 25 是行业标准。
其实是 1 个高增长龙头加上 9 个慢速公司。

选择参照物，本身就是一个极其主观的叙事判断。
平均数会吃掉差异。

AI 时代的估值困境







Agent 算得又快又准，但它默认讲共识。



人类负责构建反共识的商业叙事。

Agent 不知道自己在讲故事，它以为自己在做计算。这是所有错误的根源。

Agent 估值的四大盲区透视

X-Ray			
	共识默认	AI 直接套用市场平均数据。	危险： 陷入循环论证。用市场数据去验证市场价格。
	终值手挥	默认 2% 永续增长率 。	危险： 完全忽略高增长的科技时代何时及如何终结。
	折现率盲区	机械套用标准公式输出。	危险： 将公式化的波动率等同于企业真实的生存风险。
	增长外推	对历史增长率进行线性延长。	危险： 对行业拐点和 S 型竞争曲线 完全失明。

分工的边界：让 AI 算，让你选

~~人类计算 / AI 讲故事~~

AI 计算 / 人类讲故事

1. 所有数学让 Agent 做

不要手工计算 DCF 或倍数。交给 AI 瞬间完成。

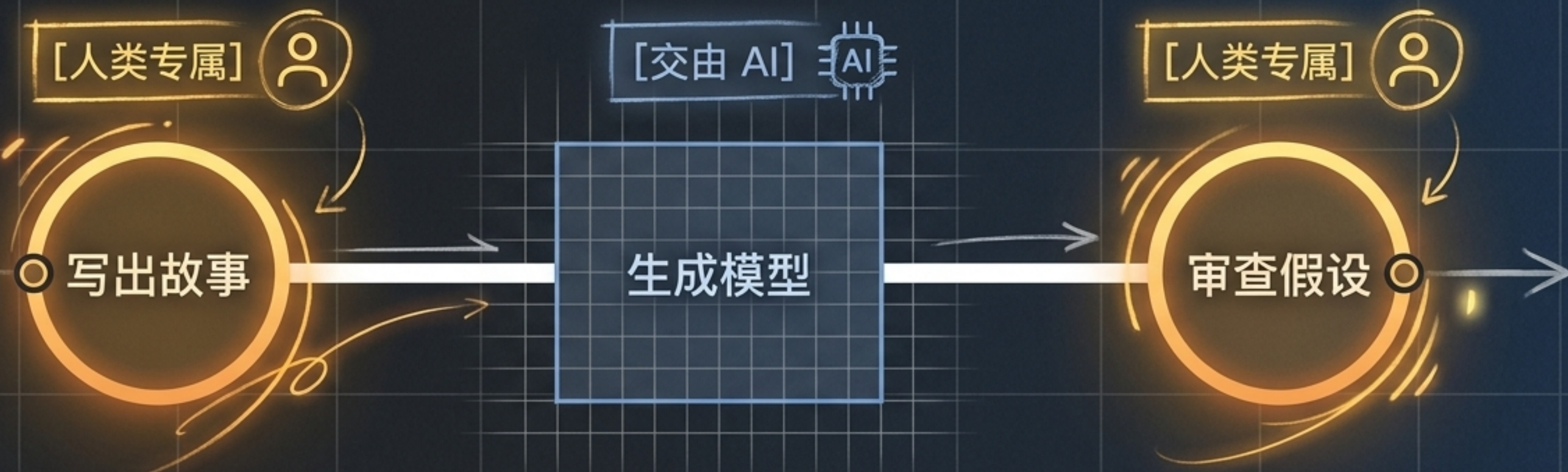
2. 所有叙事选择你自己做

增速、利润率、终值和参照物的选择，必须由你主导。

3. 让 Agent 做你懒得做的事

命令 AI 穷举敏感性测试矩阵，进行跨方法交叉对比。

人机共生估值 workflow (上)

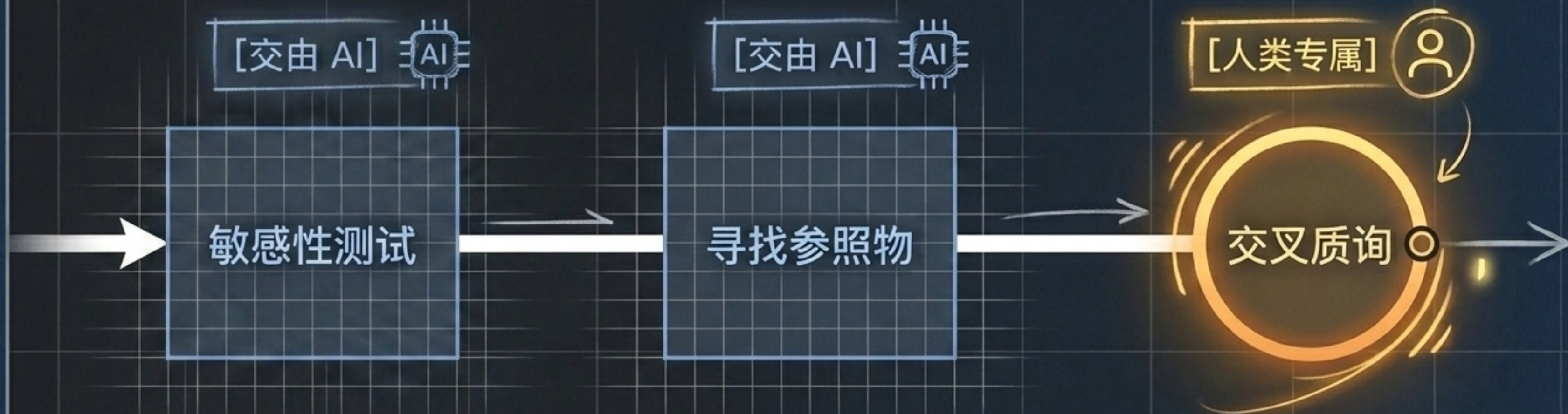


用 3-5 句话无数字地描绘公司未来的业务形态与竞争格局。

Prompt Agent 将故事翻译为 5 个核心 DCF 输入变量并完成计算。

寻找叙事矛盾点（例如：模型是否在暗示不花钱的高速增长？）。

人机共生估值 workflow (下)



AI 瞬间生成双变量热力图，帮你隔离出估值中最关键的赌注。

AI 运行倍数法测算，并强制要求它文档化选择这些同行的理由。

隔离 DCF 与倍数法的差距。判断这是市场定价错误，还是你的假设崩塌。

估値是持续修订的过程

“好的估値不会让你更确定。
它会让你更清楚自己不确定什么。”

市场保持非理性的时间可以比你保持偿付能力的时间长。
估値不是归档的最终答案，它是随着现实展开而持续更新的动态地图。