

雪球专刊 265 期——2021 年雪球私募春季 策略会（下）

第 265 期

2021/04/02

出品人：方三文

策划：冯冬杰 李帅杰

封面设计：卢宛莹

浙版数媒

目录

关于《雪球专刊》

内容概要

章节介绍

- 1、小丰基金投资策略分享
- 2、那些年踩过的坑
- 3、投资经历及投资理念分享
- 4、后疫情下中短期的三个转变和长期的一个不变
- 5、2021 年哪些行业可以既有绝对收益又有相对收益？
- 6、消费行业投资的安全边际
- 7、价值恒久远，投资永流传
- 8、专注投资卓越企业
- 9、专注卓越企业，抓住港股的重大投资机遇

关于《雪球专刊》

《雪球专刊》是国内领先的投资交流交易平台“雪球”上的用户讨论集锦。本专刊全部内容均由雪球社区每日产生的大量高质量财经类UGC产生,按照不同专题进行组织、编辑和校对。专门为渴望财务自由，想拓展财经知识却无法长时间使用雪球的朋友，提供最好的阅读体验。

关于雪球：

雪球公司成立于 2010 年，是国内领先的投资交流交易平台。雪球致力于为中国投资者提供跨市场（沪深、港、美），跨品种（股票、基金、债券等）的免费实时行情资讯，专业优质的互动交流和便捷高效的交易服务。雪球集团肩负「连接投资的一切」的使命，旗下拥有雪球股票、雪盈证券、蛋卷基金等三款移动应用和雪球网站。

知识产权：

此电子周刊中内容版权由对应的用户和雪球共同所有。第三方若出于非商业目的，此电子专刊的内容转载，应当在作品正文开头显著位置，注明原作者和来源于雪球。

若需要对作品用于商业目的，第三方需要获得原作者和雪球的单独授权，并按照原作者规定的方式使用该内容。转载授权等相关事宜，请发邮件到 secretary@xueqiu.com。

本刊部分图片和文字来源于网络，如有侵权，请和我们联系。

内容概要

告别跌宕起伏的庚子 2020 年之后，资本市场迎来了新的一年。

1 月份，行情火热，成交活跃。随着大量新基民的加入，市场分化越来越明显，贵州茅台、招商银行等白马股继续创新高，业绩较差的小市值股票则无资金问津，股价表现低迷。虽然指数上涨，但市场中大部分股票却是下跌的。

2 月份虽然有春节假期，但行情依旧精彩，上证综指上涨 0.75%，深证成指下跌 2.12%，创业板指下跌 6.86%，大盘指数在 2 月 18 日创出新高，但随后急剧下跌。整体科技、白酒板块及一些前期抱团的行业在春节后深度调整，令不少新基民“不知所措”。

随着春天的到来，新冠疫苗开始接种、拜登上台后对华策略调整等因素都在影响着今后的行情。近期全球流动性放水以及经济恢复带来的通胀担忧，也使得不少高估值资产价格重估。2 月末开始的新一轮大跌令许多投资者面临恐慌。

2021 年第一季度出现哪些新的投资机会？后疫情时代的当下是机会还是陷阱？现在是否是转换风格的时机？

雪球发起#雪球私募春季策略会#活动，邀请到具有影响力的顶尖私募基金经理、财经行业意见领袖做客@雪球路演，从最基础的投资方法论，深入到投资者最关心的投资话题，为众多投资者解惑当前市场行情以及未来资本市场走势。我们精选 9 篇路演回顾帖汇编成本期雪球专刊，希望对你的投资有所帮助。

章节介绍

1. 张小丰：小丰基金投资策略分享

分散投资的意义在于什么？只要我对的次数比错的次数要多，作为一个平均值来看，我就是赢家。分散投资，当你有投研能力时，你有一定的分析能力，你的成功率应该是高过 50% 的，你再适度分散，从一个平均的角度来讲，从组合的角度来讲，就能保证这个组合整体是赢家。投资，最怕就是亏本金，保证你至少是赢家，至于赚多少，就看你的投研水平了。

2. 梁剑：那些年踩过的坑

做空为什么是个坑呢？这是一个很大的教训，首先收益与风险不成不利。做多你最多亏投入的资金；做空如果股价暴涨，你的亏损会超过你的本金。其次，做空即便方向判断正确也没用，无论是规则的压力被迫平仓，还是浮亏导致的心理的压力，很可能死在黎明之前。再次，因为长期看，整个社会经济在上涨趋势中，除了个别公司因为经营或其他原因导致被市场淘汰，但整个社会的经济总量总是在增加的，而里面绝大部分是由上市公司贡献。所以股市价格整体往上，你做空等于是站在了社会前进的对立面，从概率上来说就已经输掉了很多。

3. 巨子 1987：投资经历及投资理念分享

我把自己投资股票的方法叫做基于时代的投资理念。为什么这么说？因为我觉得一个企业要获得十足的发展，它跟身处时代非常相关，一旦这个时代过了，一旦这个行业成熟了，这个企业再想奋起直追其实是比较难的，所以我们应该用心感受生活，把握住时代给予我们的投资机会。

4. 史诗般的馒头：后疫情下中短期的三个转变和长期的一个不变

那如果要让我高度概括我们的投资理念呢，我觉得用一句话讲，那就是“我们是要做的是，投资每一个环节当中，最简单的那部分事情，同时呢，同时又让整个投资体系具备反脆弱能力”。我们非常强调做简单事情，早期这么思考很简单，就是因为觉得自己不够强，不强还想赚钱怎么办，所以会对什么是简单，做什么不容易错，甚至判断错了不产生大的偏差这些有很多思考。那现在呢，我觉得做简单的事，已经是融在我血液里的哲学理念了。

5. 磐耀资产辜若飞：2021 年哪些行业可以既有绝对收益又有相对收益？

首先在行业配置方面我们仍然保持了价值和成长并重的思路，价值里面我们认为，像消费包括医药很多前期抱团的这样一些行业板块，虽然最近这段时间跌幅相对来说还

是比较大的,但是我们认为仍然没有到真正具备明显安全边际的水平。但是大金融里面,比如像保险和银行,我们觉得仍然是非常明显的——一个价值的洼地。

6. 非完全进化体：消费行业投资的安全边际

回顾历史,不论当时人类对未来的预测看起来多么严谨、可靠,其结果经常是错误百出的。人类非常容易高估自身的预测能力。即便是如今受到市场广泛共识具有广阔前景的公司,也可能忽略了某些隐性因素、逻辑或出现意外而集体犯错。对于个体判断而言更是如此。安全边际可以确保在预测错误时,将投资损失控制在有限范围内。

7. 明资道：价值恒久远，投资永流传

在板块和行业股票走势估值都极端分化的情况之下,一旦抱团机构出现大幅度调整和轮动,市场的行情就可能出现比较大的波动,短时间会影响到我们基金的持股组合和净值。在我们看来一年 10%左右的波动其实是很正常的,我们也希望大家把这个回撤作为好的投资机会,而不是风险。

8. 张可兴：专注投资卓越企业

下面说投资理念,我的投资理念比较简单:专注投资卓越企业。很多朋友可能听过“我们要投资伟大企业”,我的理解是有差别的,为什么我们要投资卓越企业?因为伟大企业很多时候都是后知后觉,当你知道的时候它已经到了尾声,或者接近天花板,再投资时可能处在衰退或下滑的阶段,而专注投资卓越期,卓越二字在汉语里的意思是正在步入伟大的过程中,比伟大稍微差一点,所以我们想找到的是那种正在步入伟大过程中的企业,可能我们现在投资时它不伟大,但过三五年甚至十年它就变成了非常伟大的企业,这就是为什么我们要专注投资卓越企业的理念。

9. 冯立辉-格雷资产：专注卓越企业，抓住港股的重大投资机遇

一家企业有了极深的商业护城河,也就是说竞争对手不能侵蚀它的利润和它的市场份额,反过来它能侵蚀竞争对手的市场时,这家企业就具备了深度的护城河,只有这样才能确保这家企业利润的稳定和增长,这就是最好的公司,用我们的话说叫“要么唯一,要么第一”的公司。什么叫“唯一”?就是一家公司几乎垄断了这个行业的利润,“要么第一”就是虽然我有很多竞争对手,但我的竞争力最强,我具备竞争壁垒,我能侵蚀他们的市场,他们侵蚀不了我的,我有定价权,他们没有,这就是我们的选择标准。

1、小丰基金投资策略分享

作者：@张小丰

发表时间：2021-03-24

张小丰：大家好，今天我的路演主要分享一下小丰基金的投资策略。之前我想讲的东西和现在的 PPT 不太一样，因为最近正好股市下跌，跌得很厉害，我干脆就改了改 PPT，讲一些大家更感兴趣的话题，就是如何应对股市下跌，这个也比较贴切。

我们开始正式讲之前，先是免责声明和风险提示，主要讲的是投资有风险，需谨慎。如果涉及到个股或者是论点，都不构成投资建议。我这边的手机会一直看你们的留言，到时候会有问答环节，会有一些跟球友互动的环节。

我先大概用一页 PPT 大致讲一讲我的投资风格，其实都是一些老生常谈的东西，没有什么很特别的，我是相信价值投资的，也不择时，长期持有优质企业，同时还适度分散，主要是投医药、科技、消费，其中医药占比最大，三个市场都要投，A 股、港股、美股，利用非相关性降低组合波动。我在这里想强调解释一下不择时这个问题，因为这是比较有争议的，为什么我投资是不择时呢？主要原因，我的底层逻辑，叫不可知论，我不知道未来短期股市是涨还是跌，如果我认为我能知道股市涨还是跌，肯定会择时，既然不知道，择时就没意义了，因为就是纯靠猜，干脆就不择时。

一般我也会适度分散一点，这个在雪球上也有很多争议，因为雪球有一批人都认为投资应该是绝对集中，分散不好，因为巴菲特说过，要集中投资，但是我觉得，巴菲特口中的集中和有些人认为的集中不太一样，也没有那么集中的，他自己的投资也没有那么集中，他自己有很多股票，而且还有很多非股票的东西来分散。我自己来说，不代表他人，我投资为什么要分散？其本质原因是认为我一定会犯错，我们投资中经常描述一个观点：我觉得这个东西大概率会涨，或者是大概率会怎么怎么样，我们描述的时候都是用大概率，就不是绝对的，股市当中没有什么事情是绝对的，除非从后视镜看，如果往前看，总会有很多不确定性，哪怕再确定的东西，都会有不确定性，哪怕你认为你把一个公司理解完全透彻，在公司经营层面，都没有什么不确定性了，也有黑天鹅，也有很莫名其妙的黑天鹅。所以说，我觉得在我们的投资生涯中，最后一定会犯错的，这是肯定的，而且还不止犯一次错。

分散投资的意义在于什么？只要我对的次数比错的次数要多，作为一个平均值来看，我就是赢家。分散投资，当你有投研能力时，你有一定的分析能力，你的成功率应该是高过 50% 的，你再适度分散，从一个平均的角度来讲，从组合的角度来讲，就能保证这个组合整体是赢家。投资，最怕就是亏本金，保证你至少是赢家，至于赚多少，就看你的投研水平了。

小丰基金还要投 A 股，港股，还要投美股，因为我不择时，通常是全年满仓，满仓带来一个负作用，波动会比较大，很多人不想满仓的原因，也跟降波动有关系。我这边

一般会利用非相关性降波动，就是他们不相关，字面理解，股市上来讲，他们不同涨同跌。比如说最近这两天，A股走得还是挺弱的，但是美股这边涨得很好，很多反弹得很厉害，美股标普还创了历史新高，假设你投的是A股和美股，有可能你的A股在跌，但是美股反而不跌了，作为一个平均来讲，组合的波动已经下降了，我是利用这样来降低波动，并不是降低仓位，或者是持有现金，高抛低吸，刚才说过，短期来看，我根本无法判断股市会涨还是跌。

总结出来，有一句特别好的总结，我把这个直接截图截下来了，这是仓又加错-Leo，雪球上一个非常厉害的基金经理，总结得很好，我PPT引用一下。他说用投资体系来容忍个股上犯错，减少在个股上犯错。前面一句话，有人几小时就想明白了，收益一生，后一句话是一辈子的修炼。这个说得太好了。首先用投资体系来容忍个股上的错误，这就是我刚才说的分散投资，个股上一定会犯错的，但是只要对的次数比错的次数多，你就是赢家，你就一定能挣钱，这就是一种投资体系，来容忍你个股上的犯错。另外一个就是减少在个股上犯错，提高你的选股成功率，怎么提高选股成功率呢？就是投研水平，研究企业的水平，研究企业的水平是没有上限的，可以不停的研究，不停地进步，这个东西是一辈子的修炼，尤其是以价值投资为主要的人，可能大家的最大差距，就是投研能力的差别，研究企业的能力是不一样的，有些人很厉害，有些人差一点，就是你的成功率，能不能不停挖掘出好的公司，这个能力就需要一辈子的修炼。

我简单讲了一下投资策略，大家可能更关注节后发生了什么事情？今年春节以后，全市场A股、港股、美股都出现了回撤，回撤不是崩盘，只是有些板块跌得很厉害，有些板块跌得不厉害，个别股还涨了，跟2015年还是很不一样的，包括跟2018年都不太一样，是局部出现了股灾，股灾主要在抱团股，白酒消费之类的，还包括医药股，创新药，还有中概股，美股跌得最厉害的是中概股，现在美股很多科技股都起来了，但是中概股还在下面埋着，这是一个局部股灾。像A股当中跌得最厉害的是抱团的，大家都说抱团股崩溃。

各大医药指数，从最高点跌到了这一次回撤的最低点，都有大幅度下跌的，你看大盘其实没跌那么多，但是医药，A股有一个指数，全指医药，覆盖整个A股的药企，跌了21%。在中国香港有一个中华香港生物科技，覆盖了香港的各种上市的医药企业，包括那些新兴的生物科技企业都在里面，这个跌得最厉害了，指数跌了28%，你想指数跌28%是很厉害了，因为个股很多快腰斩了，有一大批腰股跌了30%以上，甚至40%。美股有一个叫XBI的指数，是一个医药指数，特点是一个等权指数，等权指数编制的方法，就会让小盘股整体占比更大，因为大盘股的权重被降到很低了，等权指数跌了26%。还有一个指数叫IBB，覆盖比较大型的美股生物科技，跌了18%。可以看到节后医药，跌得非常非常厉害，有一种说法，跌破20%就称为技术性熊市，三个市场的医药指数都进入技术性熊市了，算是一个小型股灾了，但是整体大盘其实并没有股灾，跌得没有那么多。

暴跌前，其实我自己已经感受到了估值过高，市场过热，这个还真不是马后炮，如果听众有我的粉丝，关注过我，可以看我在1月份写的月报，还包括在节前发的很多文章，我当时都说现在大家买股票不看估值了。以前有一种说法，巴菲特最爱说的，好生意、好企业、好价格，“三好”，到后来就变成了好生意、好企业，但是不管价格，只要这个公司管理层还可以，不错，这个公司的业绩好，地位稳定，是一个龙头企业，我们什么时候买都是对的，有相当大一批人买东西是不看价格的，就是买好企业，非常像美国当时的漂亮50，当时的漂亮50也是这个说法，这些好企业，什么时候买都是对的，不用看估值，看估值没意义，关键是你想买，你要上车，并且你要拿得住就行了。当时美国也是把估值推得很高，很多美国的大型蓝筹股，估值也是50PE、70PE，甚至80多PE，跟中国一样。中国2月份节前的时候，我关注的一系列蓝筹都是很贵的，基本上都超过70倍，还有很多100多倍的。

我当时做了什么事情呢？首先我新增的资金，2月份，包括1月份新增的资金，投入是偏防御的股票，就是那种比较偏稳健的，比较大型的，估值比较合理的股票，主要是美股为主，因为我当时觉得A股已经非常贵了，并且我有减仓一部分A股，A股的比例已经低于10%了，在持续下降。小幅调仓买了一些偏防御股票，调仓比例很小，大概5%左右，有一些我看不懂估值了，就换成了偏防御的股票，这就是暴跌之前，我干了这些事情，新增的资金买一点更稳的企业，并且是估值便宜一点的，或者还有小部分的调仓。

医药仓位，是我最大的仓位，占比65%以上，是完全没有动的，为什么呢？因为我知道医药还是挺贵的，严格来说，那时候肯定不便宜，但是我持有的药企，持有这些公司，应该说远没到天花板，他们还在他们成长的初期或者是中期，未来空间非常大。在这种情况下，假设一个企业，我感觉他现在有点贵，但是如果你看得特别远，你觉得他可能还有几倍的空间，感觉还能涨。在这个时候，我就没有卖，也没有动。

还有一种情况，药企，尤其是做创新药的企业，他的基本面变化是很快的，跟有些传统行业不太一样，因为一些研发，经常出现一些超预期，或者是引进一些好项目，或者是一个药，最后特别好，比大家想象的都要好之类的。这些优质企业经常超预期的发展，相信观众有投资医药的，尤其是投资创新药的，一定会认同我这一句，优质企业经常超预期发展。中国的几个最厉害的企业，龙头企业，他们经常超预期，包括把自己的药品出售给海外，跟海外巨头合作之类的，打开美国市场，这都是很超预期的，一开始投的时候，没有想象过这么好的情况。

基于这种现象，我一是觉得虽然有点贵，但是没到天花板。二是觉得，就算有点贵，他们经常超预期，有时候你感觉有点贵，一超预期，就觉得他不贵了，这种情况下，我是持股不动的，我的基金换手率整体来讲还是比较低的，除非估值真的太贵，或者企业快到天花板了，他的上涨空间已经没有那么大了，同时他的估值又比较高，这个时候我感觉他的风险收益比肯定就比较差，会调仓，会换走。当这些企业还有这么大潜力的时候，管理层很优秀的时候，我就决定持股不动，持股不动的代价就是承受波动，但是这

个波动还是必须承受的。我想赚的是这些企业从初创到上市，到最后成长成为龙头，成为巨头这个巨大的复利空间，我是不会下车的。

讲讲对于未来的看法，因为现在已经跌了，跌得很厉害了，基本上就医药来讲，跌了 30%。我感觉整体从比较贵到合理状态，也不便宜，跌了 30%都不便宜，说明之前真的有点贵，但是现在也不贵了，就比较合理。如果继续下跌，我肯定会加仓的，其实像这一次，当时跌得最厉害的时候，我是有加仓的，但是加的比例比较小，属于慢慢加仓，不要那么急，并不是马上就要大规模加仓，其实没有，因为什么呢？因为他从贵跌到合理，我可以补一点，如果还能再跌到便宜，我又会加很多仓位的。你们看之前的低点，这些创新药企，在之前的低点，如果再跌，再来几个跌停，跌 20-30%之类的，就很便宜了，就是属于血雨腥风，大部分的药企全部腰斩，当然就不贵了，那时候肯定会加很多仓位的。但是不一定会这样跌的，我自己这些股票仓位已经很高了，我就加了一点仓。我还是希望 A 股的估值变合理一点，尤其是白马股，大家都知道好的股票，被充分研究过的一些股票，但是这些股票通常估值都比较高，但是有时候会出现情绪化的下跌，整个市场都下跌，会把这些股票也带下来。比如说现在抱团的下跌，就是一种自我强化，涨的时候抱团股也是自我强化，我以前也说过这个问题，我也提出过这个风险，抱团股的风险，当时抱团股的时候，涨得好的时候，在去年中国公募基金卖得非常好，大规模扩大，包括私募也卖得很好，整个基金卖得都很好。基金卖得好以后，这些人拿到了大量新增募集的资金，一般就会买入已有的持仓，等比例买入，就把这些持仓，白马股成为抱团股，继续推高，推高以后，基金收益特别好。去年公募基金收益真的是超级好，这十多年来最好的一年。基金收益好，就会吸引更多人来买基金，更多人买基金，钱就更多，钱更多了他就继续买，成了一个正循环。股票涨，收益好，收益好了有更多人买他的基金，有更多人买他的基金，他就更加买股票，收益就更好，就成了一个正向循环。一直循环到今年过节，进入负向循环，最近的基金可能已经开始进入净赎回状态了，很多人觉得糟了，我被套了，开始卖股票割肉，这个时候公募基金被迫要卖股票，我钱拿来应对投资者赎回。他这样一卖，如果没有足够人买，股价就会下跌，股价下跌以后，他的业绩就更差了，业绩更差，更多人心理就崩溃了，因为不是每个人都能承受波动的，能承受波动是一个很罕见的品质，就会进入一个负循环。负循环什么时候停止呢？我也不知道，目前看来，整个抱团股走势还是非常弱的，关键是跌了这么多，也不便宜，你仔细看抱团股当中那几个最有名的股票，包括医药、消费，哪怕跌了一部分，其实还是挺贵的。我个人希望他们的估值能再低一点，我还想把 A 股仓位加起来，因为我的基金，三市场都要投，而且我重视非相关性，A 股和美股的相关性不是特别高，相比之下会有比较独立的走势。最最理想的情况，应该是 A 股、美股、港股都配一点，而不是只配港股和美股，因为港股和美股是很强的联动，美股暴跌的时候，港股一定是跟跌的，不会出现独立行情，A 股就不一定，我其实很看好 A 股的这些龙头企业，像消费、金融、医药都挺看好的，就是他们太贵了点。他们贵了以后，我就希望他们再跌一点，我就能补点仓，把 A 股比例买上来，我现在 A 股只剩下不到 10%了。

我再讲一下，创新药企业选股标准，这是我投的最多的领域，我整个医药，基本上都是在投创新药，我的组合里面是没有仿制药为主企业的，也没有大健康概念的企业，什么医院，在线服务，网上卖药，这种医疗服务类的，基本上没有，我都是集中投创新药上。创新药上，有大概三点，寻找有技术平台的，其实这是能持续产出新药能力的，这就需要你有技术平台，你没技术平台，也就没能力持续产出新药。然后就是有潜质成为大药企，这三点都为了最后一个目的，有潜力成为大药企，这个本身就需要你能不停地产出新药，如果只有一个药上市，不可能是大药企，大药企肯定是源源不断产出药，最后营收规模做到很大才行。

这三点是互相呼应的，如果看过这种创新药企，看得比较多，并不是每一个药企都是有技术平台的，就以美股为例，黑科技如果分类有两类企业，一类是真的有黑科技的技术平台，搭建了一个技术平台，比如说 RNA，蛋白降解，或者是做抗体，双抗平台，或者是 ADC 平台之类的，或者是基因疗法，基因编辑，他有自己的平台，可以不断产出新东西来，这种药企一般溢价比较高，因为平台有平台价值，如果证明了平台的路线可行，平台价值是很高的。还有一类药企，数量也不少，实际上是没有平台的，一般是有是一群科学家或者是管理层，他找到了一两个好项目，特别有潜力，主要是做临床开发，把这一两个项目带上市，并且开发他的商业潜力，这种企业一般做不大，但是毕竟能把一个好药上市，也有被收购的潜力，大药企会买他，买了他，相当于增加自己的营收，就是买营收。但是这种药企，整体来讲，估值和溢价会低很多，因为他没有自己的技术平台，我个人是喜欢投技术平台的，创新药这个东西难免会失败，有一个靠谱的技术平台，他会产出源源不断的项目。比如说一个平台产出了六七个进入临床的项目，哪怕他死掉一个，可能另外几个能成功，他只要能成功，能证明这个平台是正确的，这个平台是有能力产出药的，是好平台，他就有价值，而且就一直有机会成功，哪怕错很多次，都有机会翻盘，没有技术平台的就很危险了，可能整个公司就这么一两个药，这一两个药可能还是买过来的，通过技术交易买的权益。

然后就是持续产出新药，我们希望看到什么呢？稍微看远一点，五年以后，你要看到五年以后能有一批上市的药，比如说五年以后，现在是 2021 年，你看到 2025 年、2026 年，那个时候展望一下未来，你可以看到可能那个时候上市了七八种新药，假设一个公司现在是零，五年以后可能是三到四个新药，也很不错了，有些公司已经有新药上市了，五年以后可能是七八个新药，而且可能有些产品还很不错，这样他就更容易做到一个很大的市值，他的企业规模会大，而且钱会越来越多，进入正向循环，关键是有技术，有平台，有执行力。

最后总结这么多，就是一句话，有潜质成为大药企，这些优秀企业能做大，我一般是买这种，我对这种一般是很很有耐心的。

我再讲一讲，为什么我对医药还是比较看好？不谈个股，简单从宏观来看，不管是中国还是美国，宏观空间很大，之前中国发布的《健康中国 2030 规划纲要》，这个里面的原话是我国卫生总消费在 2030 年要达到 16 万亿，成为全球最大的市场。你看 2019

年和 2020 年，整体是朝阳行业，你如果关注到细节，可以看到特别多负面的东西，比如说集采、降价、还有医保谈判，新药进医保，是不是砍价太厉害了，现在基本上跟美国来讲，价格是打一折到 0.5 折，我们比美国的价格降价 90-95%，这些都是微观层面上很负面的东西，觉得价格太低了。但是宏观角度来看，总市场是在增大的，这是最重要的，不是一个内卷的市场，不是一个纯的存量市场的搏杀，是一个增量市场，投存量市场特别难，投增量市场容易得多。

很多人担心集采，这张图我去年在总结的时候也用过，这张图特别好。因为集采，仿制药集采是在 2018 年执行的，当时一片惨烈，我记得 2018 年集采最有名的药应该是正大天晴的恩替卡韦，治疗乙肝的药物，下降了 90% 以上。当时就有人说，这个行业完蛋了，因为降价太厉害了。但是我们看医疗支出，这是居民医疗保险，还有职工保险，这个图我没放出来，其实趋势也是一样的，支出还是在上涨，上涨还是挺快的。支出和收入是挂钩的，只要有更多的收入，就会有更多的支出。收入和什么挂钩呢？和人均 GDP 挂钩，和你交多少社保有关系，只要中国经济继续发展，GDP 继续涨，人均收入继续提高，医疗保险的总收入也会随着 GDP 一起提升的，总支出也会提升，所以这个和刚才前面那张图是吻合的。他是一个朝阳行业，总量来看，是非周期性的行业，是一直在涨的行业，我特别看好和这个有关系。

这是美国处方药的预计，未来从 2021 年到 2026 年，你就发现这是一个加速增长，前几年增长比较慢，很多时候二点几，三点几，四点几，未来几年，进入七到八的区间，就很不错了，国外 GDP 增长速度很慢，欧洲的 GDP 都不增长了，美国的 GDP 稍微好一点，但是增速也很慢。他们的增长也是高于 GDP 增长的，而且你不要小看这 7%，你觉得 7% 好像看起来不是很性感，实际上 7% 是很多的。因为国外的处方药涉及到专利过期的问题，每年都有很多老药专利过期了，营收会暴跌。会有很多新药获批，正在放量的药，营收就会涨，一涨一跌，新增的部分弥补了老药的下跌，剩下的增长部分还能有 7%，结构性上会有很大的波动，有些领域营收增速会非常非常快，很轻松翻倍之类的。不管是中国还是美国，宏观上都是很好的。

今年暴跌还有一点好的地方，基本面上没有太多的负面因素，比如说 2018 年的跌就有中美贸易战的因素，贸易战确实带来了很大不确定，是很负面的事情，今年没有贸易战，或者说暂时没有贸易战，还没发生过什么事情，还是很风平浪静的。唯一就是新冠，中国控制得很好，政府在新冠控制上很给力，国外控制得不好，但是国外的疫苗也起来了，我们可以多关注一下以色列数据，以色列的数据最有参考性。我觉得未来国外也是一个经济复苏的事态，全球进入经济复苏的情况，随着新冠疫情的慢慢消退，新冠疫情持续了挺长时间的，最终随着疫苗的普及是慢慢消退。基本面上是一个挺好的，是一个复苏的形态，宏观上，这个行业又没问题，他的唯一问题就是我之前说的，之前抱团股太贵了，真的太贵了。可能很多老股民可以看一下 2008 年的估值，现在还没突破那个上证指数的高点，但是 2008 年时候的估值和今年蓝筹股，抱团股，达到 2008 年水平的，也就是七八十倍，一百倍，今年的抱团股估值真的很贵，相当于 2008 年那么

贵，这种股市属于估值的下跌。我认为比较好的地方，可能只是杀估值，不是杀逻辑，因为我们投资最怕杀逻辑，不怕杀估值的，只要企业够好，肯定成长把这个烫平，但是杀逻辑是很恐怖的，杀逻辑是这个企业垮了，不行了，这是最可怕的。

现在进入问答阶段，我先看一下你们有没有什么问题，我这儿手上拿着手机，你们有问题欢迎提问。还有就是问题当中尽量不要问个股，讲个股是有风险的，而且是容易违规的，你们多问问行业，或者是技术路线，或者是对于一些板块什么的看法都可以，但是个股尽量少问，我也不会回答个股的问题。

我看有朋友说心理疗愈太及时了，我这个也不能算是心理疗愈，我今天跌得很厉害，自己也没跑掉。刚才 PPT 我也说过，我知道它的风险很高，但是我还是扛了下来，主要是医药股没跑，但是我也不会跑，让我重来一次，我还是不会跑。

怎么看疫苗行业，疫苗是一个很好的东西，疫苗特别好，而且利润超级高，但是疫苗现在在中国，因为去年新冠的原因，疫苗股好贵啊。国外的疫苗就更有意思了，因为 mRNA 出来了，我非常看好这个技术，这才是真正的疫苗跨时代技术，我不是说 mRNA 疫苗的效果更好，不是这样的，他的优势在另外一个地方，效果好是因为疫苗本身构建得好，并不是这个技术赋予他的效果好。他的最大优势是什么呢？研发疫苗的速度可以大幅提升，特别快，可以只需要知道病毒的 DNA 序列，就可以开始合成 RNA 药物，而且他可以更容易更新，类似写程序，RNA 实际上是一个信息，可以理解为代码，最好的比喻就是一个类比，写程序的代码，把代码打到人类身体里面，人自己的身体解析这些代码，产生出相应的假病毒，刺激免疫系统。

还有一个很大的优势，很多人都没提过这个问题，mRNA 的产能优势，不光是提产能快，你看最新的美国的 mRNA 龙头，他说今年准备建立 30 个亿产能，这是很吓人的，做灭活，30 亿是不可能的，这个产能更重要的是什么呢？更重要的是所有 mRNA 疫苗是用同一个工厂，同样的原料，同样的产能，30 个亿，因为新冠，需求量很旺盛，未来假设新冠没了，未来新冠变成局部性疫情，不需要全球接种，这个产能不浪费，可以生产以后未来所有疫苗，所以这个优势很大，疫苗行业，我特别关注国外疫苗行业，因为我特别喜欢 mRNA 这个技术。

A 股、港股、美股，哪里的医药股最值得投资？中国 A 股上市的医药股主要是以仿制药为主，就是老药企为主。仿制药如果特别便宜也可以看一看，如果正常估值，我就没太大兴趣了，因为仿制药行业利空是很严重的。现在的基本情况，国外创新药，原研药只占处方药的 10%，90%都是仿制药，这是美国的情况。但是原研药的销售额占了 90%，10%的原研药占了 90%的销售额，90%的仿制药占了 10%的销售额，所以仿制药的利润超级薄，美国的仿制药巨头估值都很低的，都不挣钱，因为药价太低了，没有门槛，一开始有门槛，但是太低了。中国以前仿制药超级挣钱，现在不挣钱了，或者说进入集采的产品，利润率大跌，所以这个行业是很不利的，未来仿制药销售额占我们整体制药的占比绝对是下降的，这是无需质疑的，创新药占比会大幅提升，市场份额，仿

制药行业上就不是特别好，A股的医药股主要是仿制药为主，也有个别创新的，但是估值也比较贵。

港股就比较有意思，中国创新从2015年开始，有一大批企业上市，因为这批企业没有营收，很多东西就是一个研发项目，或者是一个技术平台，全靠讲故事，全靠投资人给他输血。这种企业以前在A股没法上市，现在有科创板好一点了，科创板可以上市，但是还有一个问题，港股的再融资很方便，这些企业绝大部分都选择港股上市，一个是港股上市容易，再就是港股再融资方便，这些企业需要股民们，投资者给他们钱，他们才能烧钱研发，他需要再融资很方便。港股上市了一批中国很优秀的新兴企业，你要投中国创新的话，绝对要看港股，而不是看A股，A股也可以看，但是不用看那么多，A股的创新很少的，就那么几个龙头是具有创新的，主要是在港股。

美股这边也很有意思，美股现在的情况比较分化，大药企的估值很便宜的，很多药企估值20倍PE以内，十几倍PE，还有一些药企甚至是8PE、7PE，PE已经跌破10了。很多人说美股泡沫大，局部看，泡沫也不大，至少大药企没有泡沫的，20倍PE，或者是十八九倍PE，怎么都不能叫泡沫，因为他们的业绩是很稳定的，虽然他们增长很慢，但是他们业绩稳定，不是下滑状态，不是那种衰退状态，这种估值是很合理的。小药企就比较贵，因为小药企2020年涨得是很厉害的，但是小药企，你说他贵呢，也有一点问题，小药企的最终价值，这些药企最终的价值，是取决于研发能不能成功。我举一个实际的例子来形容现在的状态，比如说一个药企在过去，他那个状态，有点一期数据，数据还不错，他在过去可能是20亿，但是现在因为情绪高昂，估值高，可能估给他30几个亿，比过去高50-60%，你说贵不贵呢？按过去的标准看，可能是偏贵。但是考虑另外一个问题，假如研发成功了，可能值一百个亿，即使按照过去相比贵一点，但是最终决定他的价值是他研发能不能成功。

以基因编辑来说，基因编辑特别火，去年涨爆了，什么都没有，只是一些概念，还有临床前实验，人体临床数据一个都没有，大家都涨到四五十亿估值了，过去是不可想象的。你说四五十亿贵不贵呢？这个不好说，不能说太贵，如果真的研发成功了，肯定上百亿的，当然研发失败就不说了，研发失败就完蛋了。大药企不贵，小药企又完全取决于他的研发能不能成功，这是现在美股的状态。

大分子CDMO如何看？非常朝阳，我觉得至少在五年之内，五六年之内，可能都是非常朝阳的，因为中国现在的情况是什么呢？中国的情况是生物药才开始出现，因为以前的生物药太贵了，大家用不起，只有极少数人用得起，都是进口药，现在这种生物药，因为国产势力起来了，就开始做国产化的生物高端制品，加上医保谈判，把这些价格全部打到了十万以内，最夸张的PD1五到七万一年，国外是一百万一年，国内是五到七万一年，还能进医保报销，说明什么？说明他的用量会井喷式增长，未来五年，中国生物制品的用药会井喷式增长，产能是严重不足的，基本上你有多少产能都能卖出去，是绝对没问题的，所以很多CDMO企业，他在疯狂扩建产能，他现在的情况，产能就是订单，只要你有产能，一定能把产能卖出去，现在是这个情况，好的地方就是行业朝

阳，对产能的需求量巨大，坏的地方，大家都知道这个东西，所以估值很高，但是基本
面来看，真的是非常好的。

A 股医药板块合理估值多少倍？这个我没考虑过，我一般看个股，不看板块多少倍，
我比较喜欢的几个个股我会一直跟踪他，看他的估值多少倍。不光是医药，不管任何的
一个股票，比较靠谱的思维模式，还是用 PEG 模式，你要看增速，增速越快，估值越
贵，增速越慢，估值越便宜。一般来讲，如果看到一个企业达到了 30 倍以上的估值，
40 倍，一定是成长股，潜台词是我是一个成长股，内生增长至少要到百分之十几，不
能只有 6% 的增长，6% 的增长就太贵了。有时候看到一个企业 50 倍估值，甚至 60 倍
估值，你就可以预期他可能是 20% 的增长，如果增长只有 10%，可能也太贵了。具体
多少，也是凭感觉，凭经验，当然也有绝对估值，比如说 DCF。你说板块多少倍估值，
我还真不知道多少是合理状态，我一般是看我自己关心的个股。

癌症早筛行业发展会对治疗行业产生影响吗？超哥（刘志超）这个问题挺有意思的，
现在业界有一个说法，早筛行业进入一个临界点，因为现在一些技术突破正在尝试着用
血液早筛，以前早筛要做很复杂的切片，穿刺，做活检，这些东西太麻烦了，现在就有
一些东西，用血液来查，一滴血来查，这个准确度在不停地提高，但是我觉得现在还没
有到那种完全靠谱的情况，如果广大群众所有人都用的话，会有很多假阳性的，测出来
你有癌症，其实根本没有，把你自己吓一跳，还是这种情况。但是你说有没有用呢？我
觉得非常有用，对于一些高危人群，这个涉及到统计的数学概念，贝叶斯理论的数学概
念，具体细节我就不讲了。数学上大致可以这样讲，高危人群中，举一个例子，假设一
个人本身就有乙肝，又喝酒，长期乙肝，20 年，年纪已经到了四五十岁以上了，这个
时候你给他测肝癌早筛，准确率会很高的，所以还是很有用的。在国外也有几个企业，
这两年涨得很厉害的，是大牛股。你说早筛行业对治疗行业产生影响吗？我觉得不会受
影响，影响不会很大，最终这个癌症，很不幸，会越来越多，越来越多的原因不是现在
污染越来越大，或者说怎么怎么样不健康，不是这样的，就是我们太健康了，所以癌症
越来越多，这个话是什么意思呢？活得越长，癌症越多，大家人均寿命在提高，全球人
均寿命还在提高，有一种夸张的说法，如果人人都活 120 岁，每个人都得癌症。你看
有些非洲国家没有癌症，是因为平均寿命太低了，是他们国家太穷了。欧洲，北欧国家，
空气好得不得了，癌症一样多，是因为别人活得太长了。所以我觉得治疗上，我倒不太
担心早筛会对治疗空间造成任何的影响，我觉得这是不需要的。而且早筛行业本身就很有
前景的，值得关注。

如何看待流动性拐点的问题，现在进入流动性拐点了吗？我觉得没有流动性危机吧，
我不太清楚这个问题。因为这次节后暴跌，没有跌停啊，流动性很好啊，又不像 2015
年，2015 年我印象特别深刻，千股跌停。而且 2015 年很有趣的一点，7 月份的时候，
刚开盘，小盘股全部跌停，开盘就跌停，因为没有流动性，怎么办呢？只有卖大盘股，
你看大盘股一开始没有跌停，小盘股先开始跌停，跌停以后，大盘股就开始跟着跌 8%，

9%，甚至跌停，是典型的流动性危机，大家还是卖大盘股来换成现金，因为要应对赎回。

小分子药方向好吗？我觉得小分子药方向非常好，可能很多人会认为，现在我们进入生物药时代了，小分子是不是过时了？全错，这种东西都是并存的，不会你把我替代了，你把我怎么怎么样了，不是的，都是共同进步。很多靶点，抗体是做不了很多靶点的，抗体是有局限性的，比如说他只能靶向细胞表面的靶点，不能靶向细胞内的靶点，但是小分子可以。还有就是小分子可以出现很多新技术，并不光是以前的老技术，比如说现在最流行的技术，蛋白降解，我觉得这个领域挺好的，如果真能搞成功，会产出很多药的，很多传统意义上认为小分子做不出来的药，都可以用蛋白降解来解决，空间很大，不管是抗体小分子，还是 RNA，基因疗法都很好，都有前景。

CXO 这个行业后视怎么样？基本面还是没啥问题的，因为这个行业整体还是在蓬勃发展中，可能会有一点周期性，但是我觉得周期性不是主题，他的主题是成长性，周期性不是主题，会带有一定的周期，比如说可能有段时间创新药遇冷，大家融资没那么积极，一级市场冷，申报新药变少，导致他们的价格下降，产能利用率下降之类的。但是整体来看，是一个成长行业，CXO 从基本面讲是没问题的，但是你要注意，我讲的不是股价，股价的问题在于估值太贵了，行业好，企业也不错，但是估值贵，你要考虑到他是不是把未来透支了，一个很好的资产，你买的价格太贵，可能长期收益率也就很一般了，他的问题就是估值问题，我之前说过，杀估值不是杀逻辑，现在是杀估值。

医疗器械国产替代怎么样？稳步进行，都是挺不错的，这些年整个制药行业，国产替代都进行得非常快，我去年说过一次，大概在 2019 年或者是 2000 年，有点像什么感觉呢？我用一个大家都比较熟悉的类比，可以把去年，或者是前年，2019 年、2020 年这两年，理解为小米手机 1 代上市的年代，市场主流还是苹果和三星，但是小米 1 已经出来了，可能未来很多人都没想到，多年以后，中国手机会这么厉害，但是从小米 1 开始的，中国的制药，包括器械，已经进入了小米 1 时代，和外面有很大的差距，但是进步很大，并且进步速度也非常快，我觉得未来国产替代都会非常好。

如果看待 CXO 行业的市值，甚至高于美国龙头，市盈率上百倍是否合理，大分子多久可能会出现产能过剩？首先，现在全球最贵的 CXO 是中国的企业，确实比美国贵。我有一个想法，CXO，未来全球最大的 CXO 企业，大概率是中国企业，中国企业会占市场份额第一，就是那些龙头，基本面还是很好的，就是估值贵，具体多贵算贵，真的不好说，你可以用各种方法，可以用对比法，DCF 法之类的，不管怎么算，现在都是偏贵的，但是基本面确实好。

大分子什么时候会出现产能过剩呢？我觉得五年内应该不会，五年以后我也说不太清楚，太遥远了，我觉得五年内是不会的。因为这五年内的需求增长量太高了，而且你看药企的规划，规划产能，基本上规划得出来，都用得完，五年不用担心，五年以后我不好说。

怎么看阿斯利康和君实的合作，这个涉及到个股了，不太好讲，但是我可以讲讲大概。大药企，尤其是跨国药企，和本土创新势力的合作，基本上全是双赢。合作有很多类型，一种是把权益卖给跨国药企，卖权益，卖权益的背景是什么呢？肯定是你自己没有能力做这个市场，这个权益放到你这儿，价值为零，你卖给其他人，不就赚了吗，还能收到很多利润分成。作为大药企，他可以利用他的销售渠道，不管是国内销售渠道，更关键的是海外销售渠道，中国人如果自己去卖，可能没有人有能力，没有任何企业有能力，做到很好是很难的，至少目前没有能力，未来有没有能力我不敢肯定。我就不谈具体的合作了，只要看到国外的巨头和国内合作，全是利好，基本上没有利空，至少目前所有的项目，未来不好说，至少目前所有的项目全是利好，全是双赢。

为啥国内比国外竞争还激烈？在有些领域，国内竞争真的比国外激烈，我们这儿虽然进步很快，但是总体来讲是跟随，以最典型的 PD1 来说，这是一个很好的东西是，一个跨时代的药物，任何做药的人，一眼就知道这个玩意儿前景太大了。做单抗的，现在也没什么门槛，那几个龙头企业都能做，就出现什么情况呢？大家都做，扎堆，同一个药上市，七八个药上市都是一模一样的，基本没啥区别。加上中国医保局这个时候看你们这么竞争激烈，我再插一脚，通过医保局给你杀价，就非常激烈，非常惨。目前的杀价，应该是五到七万的水平，五到七万水平还是双赢的，应该说三赢，为什么是三赢呢？哪三方面？第一方面肯定是药企，五万块肯定是可以盈利的，毛利其实还是挺高的，这个成本不会很高，成本随着国产化越来越多，成本还会下降。作为病人，也是赢者，以前这个药一年几十万，现在一年五万块，还可以报销 70%，就是一个月两千块，这个抗癌药支付得起了。对于国家也是有利的，人民的医疗水平在国家肯定也是一个考核标准，也是一个 KPI，政府的目的是要为人民服务，更实惠的药，对政府也是有利的。而且还培育出来一个产业，培育出了中国创新药产业，GDP 和税收，现在的药企工资水平，收入水平，尤其是创新药企，挖人挖得很厉害，薪资水平是很高的，他创造的是高薪就业岗位，这是很好的，我希望继续保持下去，价格不要太低，但是也不要卖高价，因为本质上药生产出来是为了救人的，让大家用得起，这是基本出发点，就是要找到一个平衡点，大家用得起，很便宜，药企也要能挣钱，这是最好的平衡点，现在还行，如果价格继续降的话，有点伤害创新了。

满仓怎么加仓？调仓啊，最简单的就是调仓，还有一种情况，做基金和个人不一样，有时候会有申购款进来，但是这个一般占比比较低，规模比较大以后，其实主要是靠调仓，优化你的组合配置，把你的性价比低的换成性价比高的，或者是有的股票跌得太厉害了，但是你觉得基本面很好，可能就会调仓，这样未来收益就会提升。

想学一些临床统计学方面的知识，能读懂临床数据，请问那些好资料呢？我还真不好说，因为我是统计学毕业的，我上大学中就学过很多医疗数据的分析，因为统计和医疗相关，我在大学就训练了这些东西，已经学会了怎么读医疗数据，包括数学建模，行业模型，我都知道怎么算出来的，只要把原始数据给我，我都能算出这些东西来，对我

来讲没难度，但是让我推荐什么教材，我确实不知道，不好意思，因为我是系统性学习统计。

预计国内药企出海，什么时候会有实质性进展？我觉得去年已经有实质性进展了，比如说去年这些龙头，把这些药的海外权益授权给巨头，首付款这么高，两个亿，三个亿美元，这还是首付款，还不是后面的分成，这些巨头肯定能卖的，卖多卖少总能卖。而且现在也有中国药企直接在国外上市的新药，都有了，这都叫实质性进展，而且未来会越来越好，我对这个很乐观的。中国有一个很好的事情，中国现在的临床比以前规范了，可以理解为融入世界了，中国的数据，现在美国是要认的。现在有一个情况，大药企很喜欢和中国的一些，尤其是创新药企合作，有一部分是帮助他们开发药的。我举一个例子，有一个药临床三期要入组多少人，可能需要一个中国组，他想在中国入组一个组，比如说中国入组二十人、三十人，中国这边就可以帮他完成入组，可以加快他的全球开发，这一点特别好。中国的权益顺便还可以卖给中国企业，比较小的企业，可能没有能力做中国市场，这也是双赢。所以中国的临床价值，在未来会越来越重要，未来越来越多的企业会利用中国的临床资源来加快他的全球开发。

老龄化有什么看好的方向？其实我觉得老龄化客观存在，但是你看日本的老龄化，药品国内消费并没有增加，老龄化不是核心因素，老龄化是一个因素，但是不是核心因素，核心因素是 GDP，核心因素跟医保支出图一样，医保能收多少钱，就能花多少钱，核心因素是医保越来越有钱才行，医保越来越有钱，就靠 GDP 增长，国家的经济增长，而不是老龄化。如果人都老了，还没钱，这是悲剧，老龄化不是核心，钱是核心，没有钱的老人他也没有钱用高端药品。

医药巨头和器械巨头，哪个空间大一点？肯定还是医药，医药大于器械，你看一千亿的药企很多，一千亿的器械企业也有，但是少。中国我还不好说，我觉得从数量上来讲，肯定是药企，绝对是比器械多的，但是你要说最大的哪个，还不好说，中国也有一些很大的器械企业，战斗力也很强，要是从数量上讲，举一个例子，多少年以后，超过一千亿的药企的数量，肯定会超过一千亿器械企业的数量，数量上肯定是药企多，但是器械发展也很好，器械有很多他的优势，他不容易被颠覆，药企很容易被颠覆。

医药这个波段什么阶段可以进，现在估值合理吗？现在是合理状态，合理状态你不要进，就看你了，我合理状态就会进，跌了我就会调仓买更多。

创新药公司是否会遵循强者恒强，有什么灰犀牛会威胁他们的增长率？会强者恒强的，但是他有一个天花板。但是创新药行业的特点，小企业很容易冒出来，没有任何企业可以垄断创新药，只要你有厉害的人，你有科学家，你有好项目，就可以起来。有什么灰犀牛？我还真不知道，可能最大的就是看医保价格，大家需要每年关注一下，现在的价格还是挺好的，如果继续降，降得很厉害的话，可能会伤害这个行业的创新，现在我觉得非常好，老百姓用得起，药企还能挣钱。

CDMO 行业会出现头部集中趋势吗？我觉得会的，当然不可能完全垄断，现在头部企业融资能力很强，他融了很多钱，融的钱和后面的钱不是一个量级的，你融十个亿，我融一百亿，我肯定比你厉害，建产能，就是烧钱，我钱多，就建得快。

如何看待国内药企双抗的确定性？双抗是很有前景的，尤其是对于国内药企很有前景，因为双抗有一些低垂的果实，双抗中也有一些组合是很合逻辑的组合，并且这些东西被单独验证过，低垂的果实，中国企业可以尝试快点做，说不定可以争一个全球第一，对于中国药企，其实现在很多中国的头部药企都在做双抗，双抗是有发展空间的，包括 ADC，统称工程化抗体，发展趋势是很好的。

推荐一个医药 ETF。个股不推荐，ETF 是指数，可以推荐。我最推荐的，在雪球上也分享过，我最推荐的是美股的 XBI，只要一腰斩你就买，估值不好估，我会对 XBI 估值，我的方法是看 XBI 的大部分成分股，我都要跟踪，从个股的角度看整体的行情好不好，是不是太贵了，一般人很难做到。但是有一个基本原则，他是不是暴跌了，XBI 这个指数只要暴跌了，跌 30% 以上，甚至腰斩，通常都是买入的好机会。

未来中国的香港和内地会产生多少上万亿人民币的医药巨头？这个要求很高，万亿很难，这就是我们以前说的药企有天花板，万亿非常难，要是看国外上万亿的，全球上万亿的都没几个，因为这个有专利过期的问题。假设你是原研药企业，销售规模大了以后，平均每年都有很多药品专利过期，增速一定会放缓，这就进入了天花板状态，国外的大药企都是进入了天花板状态，稳定的低速增长已经很不错了，他跟有些行业，互联网好像可以无限延伸是不一样的，他是有明显天花板的，很容易出千亿企业，这个东西很容易从 0 到 1000，一个企业可以以比较快的速度，相对其他行业来讲，是比较快的速度内成长成为千亿企业，甚至两千亿，三千亿，但是成长为万亿企业是非常困难的，会有多少个万亿企业？我觉得在很多年之内，能有那么一两个进万亿，中国就已经很成功了，就是世界级企业，超级巨头了，能有一两个就很不错了。这也是我说的天花板问题，一个股如果距离天花板太近了，估值贵的话，我一般是不太持有的。

关注孤儿药是好的研发策略吗？在国外是，国内不是，为什么呢？国外可以支持高消费，孤儿药是什么概念呢？我给大家科普一下，孤儿药就是这个药的病人很少，是一个很罕见的病，就叫孤儿药，美国鼓励大家做孤儿药，你想作为一个企业，先不讲人道主义，从一个企业的发展来讲，一个病一年有十万病人，另外一个病一年只有五千病人，肯定愿意开发一个十万病人的药，而忽略五千病人，所以在美国，就为了鼓励大家，要帮助这些弱势的小众群体，给了很多优惠政策，包括保险必须报销之类的，还有就是允许你定高价，允许你定非常高的价格。像美国的罕见病，有些罕见病的药是一辈子都要吃的，他一年的开支可能是 30 万到 40 万美元，是什么概念？一个病人从生下来一辈子吃药，每年花 40 万美元，保险全报，只有美国支付得起，或者是欧洲的一些发达国家支付得起，中国是不可能给一个病人花这么多资源救他的，太贵了，根本就不可能的。一个病人可以救其他常规病，多少糖尿病，多少癌症。所以在中国做这种罕见药是没有太多前途的，因为中国的支付水平是不足以支撑我们搞这个东西的，中国还是要普及一

些全民医疗，治疗常规的病，说起来有点残酷，但是没办法，这是一个取舍问题，我们就只有这么多资源，肯定是优先满足大众，而不是满足极个别的人。在美国，他有资源满足这种小众群体，并且政策鼓励他。所以在美国，孤儿药，包括罕见病药的市场增速是高过其他药品增速的，反而是一个很朝阳的行业，但是在中国，不是一个好策略，所以你要投孤儿药，最好投美国企业，不要投中国企业。

中国创新药貌似没有好的指数基金吧？我之前的 PPT，中华香港生物科技这个指数挺好的，讲中国创新药的，把港股覆盖进去了，但是这个指数对应的指数基金好像还没有出。也没有一个基金是跨三个市场的，还是局限的。

什么是单抗，什么是双抗？单抗就是打一个靶点，双抗就是打两个靶点，在自然界是没有双抗的，双抗都是人工合成的。工程化抗体是通过人们经过工程化改造，能同时结合两个靶点，这就是双抗，所以双抗的难度比单抗制造起来大得多。

最后一个问题，说说基因编辑的市场前景。基因编辑是这样的，应该是去年最火的领域，没有之一，因为去年正好有一个诺贝尔奖，给基因剪刀授予了去年的诺贝尔医学奖，现在我们可以通过这个工具可以裁减基因，体内修改基因。要知道很多病是你的基因出问题了，尤其是先天性的一些疾病，称之为遗传病，什么是遗传呢？就是 DNA 出问题，遗传给你了，这些病从理论上都可以被基因编辑给修正，所以从医学上，这个基因编辑可能是人们心中的圣杯，终极方案，特别厉害。市场空间，可能一开始基因疗法，先说成功，不说失败，失败就不用谈了，失败空间为零。假设他成功的情况下，医学上是巨大的突破，一开始的疾病一定是罕见病，就是遗传性疾病，可能会逐渐进入一些主流疾病市场，因为很多主流疾病市场又不是基因造成的病，基因有他的局限的，是基因造成的病才可以用基因疗法修正，你得一个乙肝，那是病毒感染，跟基因疗法无关。或者你得肿瘤，不幸得肿瘤的人，基因疗法估计也没太大作用，因为肿瘤是特异性的，是非常个性化的病，而且是有非常多种多样，多基因突变，甚至几万个突变。基因疗法最主要的用途还是在罕见病上，罕见病在海外也是一个很大的市场，因为海外有这个能力支付。对于一些常见病，如果能确定，市场会更大一点。因为也知道有些常见病，也是跟基因有关的，比如说有一个靶点叫 PCSK9，这个靶点是大家发现了，这个靶点也是从基因分析中发现的，大家发现，有一群人天生这个基因是缺陷的，不表达 PCSK9，发现这些人血脂特别低，这些人不会得高血脂这个病，这种情况下，这个靶点就被开发成药物了，我们说基因编辑，是把一群高血脂的人，基因编辑，把这个地方敲掉，让他不表达这个基因，不表达这个蛋白，他就会降低血脂，这个也有可能的。基因疗法最大的挑战有两点，第一点是很显而易见的，安全性问题，因为随着药品的半衰期增强，对安全性要求会越来越高。我举一个例子，我们平时吃的口服药，半衰期一般是一天，什么意思呢？如果你副作用很严重，吃下去又吐又拉，感觉不好，我马上停药，大概一两天这个药就被你排泄出来了，新陈代谢就出来了。有些抗体药，他的半衰期大概是两三周，长的有一个月。你也可以通过减量，基因疗法是不能后悔的，疗完以后，如果一旦

产生副作用，那是不可逆的，对安全性要求是特别特别高的。而且现在能不能做到完全精准的裁减，是不太清楚的，要看临床实验数据，万一剪错了怎么办，还有这个问题。

第二个问题，靶向器官问题，现在比较成熟的是基因编辑是靶向肝脏，对肝脏是比较成熟的，第一波治疗大体是在肝脏上，肝脏通过一个 LNP 的东西，一个脂肪球，把这个药品递送到肝脏里面，现在大家都在研究，能不能递送在眼睛，递送到肺部，递送到肾脏，递送到其他的部位，递送到肌肉，递送到大脑，现在都在研究。你要治疗这个地方的疾病，至少要把药能精准地投向那个地方才行，目前可能第一波主要是肝脏为主，所以这个也是影响他的市场空间。整体来讲，从前景来讲，一定是非常大的，这可能是全人类梦寐以求的事情，修改基因，这个有点像潘多拉魔盒，这个魔盒已经被打开了，未来会继续发展。

2、那些年踩过的坑

作者：@梁剑

发表时间：2021-03-24

首先做一个免责声明，今天跟大家分享的内容不构成任何投资操作建议，股市有风险，大家独立决策，风险自担。

我今天聊的话题与平时有些不一样，平时更多分享的是成功经验，今天我特意和大家分享一些教训。

以前，包括我自己，或其他同行在做分享时，成功经验讲很多，分享教训的相对少。但我觉得失败的经验特别可贵，因为别人的教训可能会让你减少踩坑的机会。别人的成功，多半你无法复制。但所遇到的失败，你很大概率遇到。

我大概是 2008 年金融危机以后进入股市，首先进入的是美股。因为以前在一家美国的上市公司工作，所以有期权，后来就刚才自己开了股市账户。到现在管理私募产品，中间有收获，也有教训。我就是根据自己的经历，给大家分享所遇到过的各种坑。

第一坑：抄底

刚进入股市那会，因为金融危机，当时很多股票都暴跌了。我记得当时有一家比较有名的银行从 50 多跌到几美元，当时在心里想，它都跌了 90%，还能跌到哪里去？只要回调一点，我就能赚好几倍。所以在几块钱时买入，结果最低跌破一美元。你以为跌了 90% 已经是底了，但它还能再跌 90%。

另外一家汽车公司也是。具体股价不记得了，反正跌去了很多，当时心里想可以抄底了，结局几乎一模一样。新手都喜欢根据价格做判断，而对价格背后的公司完全不懂。

第二坑：钱少，得买个 10 倍股

刚进股市，大家通常只拿很少的钱试一下。即使财富的绝对额不小，刚进股市也不敢拿太大比例的资金进去，而是先拿一小部分资金。这样就会有一种心理——这点钱如

果不翻个 10 倍 8 倍的，有啥意义？总觉得买大盘股、蓝筹股，就涨三两个点有什么意思呢？一定要买三五天或个月就能翻几倍的。在急功近利的心态下，看哪个涨得少就赶紧卖了，看哪个涨得多就换过去。而且都喜欢买“弹性大”的股票（还有一种说法叫股性好）。大家知道，所谓弹性大的公司，你以为能涨 10 倍的公司，有些时候你的目标跟实际往往是相反，总是看不起三五个点，总觉得没有 10 倍 8 倍都不好意思说。

第三坑：杠杆

钱少的时候总是想走捷径快速致富，杠杆就是最常用的手段。美股期权，操作非常简单。一开始只用很少的钱常识一下，比如喜欢赌财报，这家公司过两天发财报了，就买点期权赌一下。财报发布以后公司股价涨 10%，期权就能翻一倍，觉得这样赚钱很快。赚过这种快钱以后，就觉得股票的那点涨跌幅更没意思了，然后不断加大筹码。其实这真的是赌，赌对时来钱的确很快，但赌错了亏钱也会非常快。

第四个坑：涨得多就做空

记得是 2011、2012 年有一波中概股上市的热潮，很多公司 IPO 后动不动就翻一番甚至两番，觉得非常不可思议。无论是为了赚钱，还是要显示自己智商优越感，都喜欢做空一下。当时有一家中国的视频公司，十几美元的 IPO 价格，涨到 30 多，我就空了一点，后来它一路涨，我继续空，最高涨到五十多。我甚至用了看空期权（PUT）。大家可以简单算一下，从 30 多开始空的，等它涨到 50 多的时候账面亏损已经非常恐怖了，期权也基本归零了。而且，祸不单行，持有的空头仓位借不到股了，会被迫平仓。另外，账面产生大幅亏损，自己的心理压力很大，所以，股价侠跌的过程中就不停地平仓，跌到 30 多基本就平完了。后来这家公司跌回到 10 块出头，忘记具体多少钱了，但跟我没啥关系了。

做空为什么是个坑呢？这是一个很大的教训，首先收益与风险不成不利。做多你最多亏投入的资金；做空如果股价暴涨，你的亏损会超过你的本金。其次，做空即便方向判断正确也没用，无论是规则的压力被迫平仓，还是浮亏导致的心理的压力，很可能死在黎明之前。再次，因为长期看，整个社会经济在上涨趋势中，除了个别公司因为经营或其他原因导致被市场淘汰，但整个社会的经济总量总是在增加的，而里面绝大部分是由上市公司贡献。所以股市价格整体往上，你做空等于是站在了社会前进的对立面，从概率上来说就已经输掉了很多。

A 股里没有那么多交易工具，我觉得是对投资者的一种保护，无论客观是怎样的，主观上确实是监管方想保护 A 股的投资者。工具越多，特别是带杠杆的，亏钱的机会也就越多。

第五坑：对冲

以前我对对冲了解不多，刚进股市时觉得对冲是一个很高大上的概念。比如最近股市回调，如果采取一些对冲方法，是不是就可以避免回撤？这样理论上可行的。但从我个人教训来说，事实上它面临很多问题。首先，对冲就意味着必须利用做空的工具，这就面临到第三坑里说到的问题。其次，对冲做哪些品种，以及它的时间、量，都很复

杂。因为所有对冲工具都有时间损耗，也就是说，如果股市一直在涨，或者不涨不跌，你所有的对冲工具都是你额外支出或损失。再次，你即使做了一篮子的对冲，但真正市场出现暴跌的时候，你的对冲工具所起的作用有时候没想象的那么大，这与是否采取更激进的策略，但激进的对冲策略本身，就是一个巨大的风险。最后，如果要做很好的对冲，需要花很多时间去研究，包括对冲工具的品种、时间、比例等等。与其费时费力研究这些，还不如把时间花在研究公司上。公司的选择和仓位配比，基本决定了你将来可能回撤的幅度。通过这个来避免灾难性结果，效果可能比你耗费大量时间精力研究所谓的对冲工具、对冲策略好很多。

回撤本身是避免不了的，但只要不是灾难性的我觉得都可以接受。持有的仓位，在买入时就决定了结果。

第六坑：低估值

曾经有一段时间，我非常喜欢买格雷厄姆式的烟蒂公司。市值与现金接近，业务几乎白送的公司，在中概股中经常遇到。因为中概股有些小市值公司在美股长期被边缘化，它的交易价格很多时候是由东八区。现金都接近市值了，业务是白送的，难道不应该买吗？不是说它不能买。我去年总结了一下，不能作为你的主要投资策略，只可能是配比里的一部分，甚至是一小部分，原因有以下几点：

- 1、这家公司可能是长期被低估，它的股东价值很难得到体现。
- 2、低估是有原因的，可能是业务做得不好，主营业务很差，或是它的公司管理层心思根本没在业务上，所以它不是无缘无故就被大家嫌弃了。这些原因可能一时半会儿不会消失，而是持续，慢慢把这个公司的价值吞噬掉。
- 3、我们作为一个很小的散户，不可能去控制这家公司。现在的管理层不可能说不做公司了，把资产都变卖，钱分给股东算了。比如某曾经门户之一，手上有很多现金，还有很多楼，拆分价值肯定远远大于市值，甚至好几倍。但你没办法影响董事会做决策去变卖资产分钱。如果管理层要决定关闭公司，给股东分钱，意味着他承认自己没有能力经营公司，承认自己的失败。即使他们承认做得不好，更多时候会找客观原因，“我没抓住什么机会，现在我有机会了，大家给我点时间就行了。”而不是，“我就是无能，对不起股东，所以结业分钱。”相反，他们会经常说要准备做个什么新业务，公司能东山再起。

低估值在什么时候能修复呢？股东都希望公司能困境反转，但事实上很大概率是转不来的。为什么？公司业务如此，肯定跟管理层有非直接的原因。管理层的见识、战略、战术等可能都出了问题。现在他们新搞一个业务就一定能成吗？别听他们吹得天花乱坠，这和我们现在掏钱投一个创业团队，成功的概率差不多，所以你没必要在这上面吊死，因为二级市场上公司非常多。这就是低估值陷阱，我曾经在这上面吃了很多亏。

第七坑：私有化套利

几年前，我曾很喜欢做私有化套利。中概股私有化曾经大批量出现。

私有化是什么意思？可能有朋友不知道，我补充一下。意思是股东或管理层（或第

三方)以特定的价格把公司外面流通的股票全部买走,从股市退市变成了私人公司。他们收购的价格肯定会比现有的价格高,虽然宣布以后价格会涨,但不会一下涨到最后的收购价格,中间会有差价。遇到一些收购搞不成了传闻的时候,价格会跌好多。这时候就会有一些机会赚钱,如果最后私有化是如期进行,那么就是个白捡钱的机会,可以以很大仓位来做。比如三个月或半年完成,有10%的收益那也很好。

我确实也赚过不少这样的钱,但也在2016年的中概股私有化里,都加倍亏回去了。亏钱有很多原因,总结起来还是对这种看起来很美好的事情的风险意识不够。有时候看起来美好,背后巨大的政策风险就是大坑。当时因为一些外部的原因,大股东宣布放弃私有化了,股价就哗啦啦跌。即便这样,这些坑也是很容易爬出来,不会亏那么多钱。主要还是买了一些如果不是私有化自己根本不会碰的公司,为了赚这点套利空间而买,就导致坑变得很大。这些坑让我花了很长时间才走出来,所以教训非常深刻,也导致基金的净值受到了很长期的影响。

第八坑：现金和现金等价物

走过很多坑,导致我养成了一个习惯,手里一定要留点现金,这样才有安全感。有的朋友不喜欢在手里留现金,一定要全仓,我不认为他们的做法有什么问题。毕竟现金本身是不会产生收益的。但对我自己来说,以前吃过教训,即便是你看起来可以等同现金的所谓现金等价物或者现金管理工具,当你真的迫切需要现金时,会发现他们压根不是现金。比如平时表现很稳妥的现金管理工具,美股里面有很多,去年2、3月份暴跌时,这些现金管理工具也会有好近10个点的回撤,这是很不划算的,那样比买股票亏损了几个点还心疼。因为你那本来是现金的啊。所以我总结的教训是,只有现金才是现金。

今天的分享就这么多,最后,我总结一下。

1、交易决策不应该由价格主导,比如一个公司跌了很多,可能是机会,但首先需要了解这家公司到底值多少钱,才能判断股价跌去一半是否能买,因为跌了一半可能还会再跌一半。反过来也是,一家公司涨了一倍是不是就不能买了?也未必,主要是取决于你认为这家公司将来能值多少钱,跟买房的道理类似,比如房价涨了多少,是不是就不能买了?不一定,这取决于你认为它将来还能涨多少,如果你认为它将来还能涨(当然可能你的判断可能是错的),这个价格就可以买,不用考虑以前涨了多少。

2、集中、分散与配置。刚才说大家总是想买10倍股,如果买中当然好,但也不要看不起3、5个点的涨跌,累积起来是很好的,所以如果无法承受对单一公司判断出错的风险,做适度的分散,按比例配置再平衡,是个不错的方法。而不是看着这个涨少了就卖了,看着另一个涨得多就买那个,不停地来回切换,成为券商的VIP用户。

3、慢即是快。有时候想赚快钱,看不起小钱、慢钱,觉得就这点本金,何年何月才能财富自由?坦白讲,这个世界上没有那么容易财富自由的,而通过股市里实现财富自由的就更少,你拿很少的钱进来就想很快实现财富自由,这是不实际的。通过想赚快钱的办法实现财富自由,最后多半是把本金也亏没了,基本就是赌博的策略。相反,虽

然本金少，但每年都有收益，或大部分时间都有收益，累积起来通过复利增长，后面的收益会越来越恐怖。这笔账很容易算明白的，假设 10 年前几万块起步，算一下假设每年回报是多少，你现在的财富是多少了？但由于人性的弱点，很多人看不了那么长远，可这个世界没有那么多赚快钱的机会，赚快钱的机会基本都是陷阱。所以做决定的时候，你要考虑你是属于大多数人，还是天赋异禀的少部分幸运者。我觉得我自己没有那么好的运气，所以只能靠慢慢积累了。

4、做空很难，即使方向是对的，也会死在黎明前。即使是造假的公司，而且越是造假的公司，股价越是疯狂，可能你等不到它死的那一天，自己就先爆了。

5、低估可能是永远，价值无法体现。低估的公司不是不能买，而是不能作为主要投资策略，可能可以做一些配比。因为有些公司确实会遇到市场纠错、估值修复。但在我所从事的互联网行业，本身增长率很高，很多优秀的公司不断涌现，如果你总是守着看起来低估的公司，守十年，可能它的估值都没法儿体现，而十年在互联网领域已经是很长时间了。

6、最后，我觉得，人要夜夜安睡才能活得长久，每天操心这个操心那个是不行的。投资也是，持仓股踏踏实实放在那里，三五个月不看也不会有太大问题，这样赚钱的概率就大一些。

3、投资经历及投资理念分享

作者：@巨子 1987

发表时间：2021-03-23

精彩要点：

1、敦和大类资产配置的理念：第一步，我们会选择以什么样的权重投资什么样的大类资产；第二步是行业的选择；最后一步才是精选个股。

2、选股的方式：一是自下而上精选竞争壁垒强的公司；二是以发展动态的眼光优选行业空间大的公司；三是多维度比较和深入思考；四是在公司投资上理解比跟踪更重要。

3、我把自己投资股票的方法叫做基于时代的投资理念。为什么这么说？因为我觉得一个企业要获得十足的发展，它跟身处时代非常相关，一旦这个时代过了，一旦这个行业成熟了，这个企业再想奋起直追其实是比较难的，所以我们应该用心感受生活，把握住时代给予我们的投资机会。

4、那些核心赛道，比如新能源汽车，食品饮料，医药生物，科技类公司，基本上它都处于一个历史上比较高的位置，尽管经过最近一段时间 20%-30% 的下跌，但我感觉估值其实离它的中枢或偏上水平还没下降到位。

5、现阶段如何配置呢？从短周期来说我觉得可以配一些顺周期的个股；中长期，我觉得股市一定是有大机会的。

以下为路演实录内容：

吴来迪：各位尊敬的雪球球友大家晚上好，我是敦和资管的基金经理吴来迪，这次是我第一次在雪球分享我的投资理念，这次我想分享的是《敦和大类资产配置下的成长股投资框架》。

为什么取这个标题？首先是各位网友和球友以往对敦和的普遍认识是：敦和是一个做商品期货的公司，敦和是一个做大类资产配置的公司，我在这里想给大家一点不一样的认识，告诉大家现在的敦和是什么样的。敦和经过这几年的转型，已经转型为以股票资产配置为主的公司，在大类资产配置的框架下做我们的股票投资。

这次分享主要分为三部分，因为是第一次分享，我想简单讲一下我们公司的投研团队概况；第二部分我想重点讲一下敦和大类资产配置投研理念之下是怎样做股票投资的；第三部分是雪球球友最关心的问题，市场展望。

敦和的发展历程

敦和是 2011 年成立，创始人叶庆均先生大家可能有所耳闻，是一个期货界的传奇人物，所以对敦和的印象，认为敦和是一个以期货为主的资产管理公司，但其实敦和在 2013 年开始组建我们的股票团队，而且也同样在那一年徐小庆先生的加盟之下敦和组成了自上而下的以大类资产配置为主导的做投资的资产管理公司。敦和刚开始是自营基因，但到 2017 年开始敦和正式转型做资产管理公司，截止到目前，敦和的资产管理规模已经超过 300 亿元，敦和管理的配置主要是以股票为主。

简单讲一下我们公司的管理团队，施建军先生是我们公司的现任董事长，施建军先生是原来永安期货的总经理，是他一手将永安期货从一个名不见经传的期货公司做到全国最大。这里我重点讲一下徐小庆先生，徐小庆先生过去是中金债券的首席研究员，在他所在的时候连续十年获得了新财富评比的最佳分析师前三名，也是他研究的货币信用体系作为我们敦和大类资产配置理论框架的奠基。

这里我再讲一下我们公司的投研团队，我们的投研团队已经为敦和未来管理千亿规模做好了准备。先讲一下我自己：我 2013 年加入敦和，有 13 年投资经验，2007 年入市，从 2007-2012 年自己慢慢摸索，初步形成了自己一定的研究理论框架，2013 年加入敦和以后在各位投资界大咖及徐小庆先生的熏陶下我逐步完成了自己现有投资的框架体系，我是敦和股票型的基金经理，我的投资风格是偏向于做成长股的投资，投资风格上我有着强烈自上而下的选股理念，在我的投资理念中会自上而下首先寻找顺应时代发展趋势的行业，因为我这么多年的投资经历告诉我，只有你这个行业是符合时代趋势的，你的行业才更容易诞生优质成长股。对于股票投资，我会以股权投资的心态对待，先发现了好行业以后，我会以深入挖掘的态度寻找优质成长股，历史以来业绩是比较优异的。

敦和大类资产配置的理念以及我的股票投资理念

第二部分我想重点讲一下敦和大类资产配置的理念到底是什么理念，敦和大类资产配置的理念是如何与股票投资结合的，然后我会讲一下我自己的股票投资理念是怎样的。

这里看到我们投资一类资产的收益跟风险，第一步，我们会投资什么样的大类资产，然后是我们投资什么样的大类资产以什么样的权重。比如大类资产有现金、债券、股票等，我们以什么样的权重，投资多少比例的资产就是大类资产配置，第二步是行业的选择，不同行业构成了我们风险收益的来源，最后一步才是精选个股，如果我们选对了资产，选对了行业，又让个股有更高的 α ，相信我们的手一挥比较高。

这里我想重点讲一下敦和大类资产配置的逻辑体系是什么样的体系，以及它跟股票是什么样的结合，让我们回到资产定价的本源，也就是资产定价模型，我们可以比较清晰地看到一个资产未来的价格其实就等于它现在的价格以及未来价格贴现的总和，反观现在可以投资的所有大类资产，比如现金、债券及商品、股票、房子，我们发现只有股票和核心资产的房子未来的现金流预期是可以上涨，涨幅最大。所以对于大类资产配置来说，如果我们把大类资产配置往股票或房子中配，它的收益率肯定是最高的，其实这就是大卫·斯文森所讲的股权偏好，基于这个理论体系，我们敦和也选择了将大类资产体系中更多的资产往股票中配置的理论体系，同时也是公募基金长期以来坚持 80% 以上仓位运行的核心原因。

股票长期虽好，但在特定阶段，股票的波动非常非常大，这也是普通老百姓不敢投资股票的重要原因，因为股票尽管在成长，但它的估值会变化，影响股票估值的，我们同样看到资产定价模型的分母，我们可以发现它的估值变化其实只跟它的“ r ”有关，根据徐小庆先生的货币信用体系理论，我们将“ r ”分为 r 货币 + r 信用，“ r 货币”就是我们平时理解的十年期国债利率水平，“ r 信用”就是人们心目中认为的这个国家/企业信用风险所带来的利率水平，所以当我们投资股票时我们发现它时时刻刻在波动，基于敦和的货币信用体系，相信我们能比较好的控制，因为它的 r 天天变，我们只能说希望做到在 r 变动特别大的时候控制它的风险，或者说在 r 急剧变小时获得更高收益，这就是敦和大类资产配置体系给股票投资带来的好处，它的作用并不是显著增厚收益，而是管理风险，控制回撤。

举个例子，假设一个基金今年净值是上涨 30%，明年下跌 10%，如果另一个基金今年上涨 10%，第二年也上涨 10%，我们会发现看起来一样，但没有回撤的基金的收益率是 21%，而有 10% 回撤的那个公司的收益率只有 17%。做个总结，敦和的大类资产配置体系告诉我们，我们应该长期配置股票，而且同时熟练运用大类资产配置体系，有助于我们在特定情况下去管理风险。

如何管理风险？敦和大类资产配置的体系下，因为是做期货出身，所以我们天然比较熟悉期货的一些产品，或者期权、或者这一类衍生品，它是能帮助我们做衍生品增强收益和下跌保护的。

讲完大类资产配置的框架以后我想讲一下我自己的股票投资体系：

我投股票的风格偏向于成长股，这么多年来我比较擅长挖掘股票处于爆发期（的阶

段)，也就是它的逻辑刚刚开始诞生的时候，尽管它当时可能估值看起来会比较贵，但我们可以回过头来看资产定价模型，处于成长期的公司尽管估值贵，但只要我们能看懂它背后的逻辑，能清晰预见它未来现金流的折现，这类公司的价值增长确定性是比较强的。

同时我觉得成长股的投资可以类比一下价值股的投资，我内心觉得成长股投资应该比价值股投资天然带来的收益要高，因为基于这个模型，处于价值阶段的这类公司未来现金流的增长是比较少的，尽管平时我们的估值比较低，但做完一波估值修复以后，它长期带来的公司成长，带来的价格增长是比较少的。

最后我讲一下周期股，周期股怎样投资？也是基于我们的资产定价模型，我们发现周期股短时期的价格增长会很快反映到它的股价中，因为周期股今年的价格上涨并不能强烈预期未来的价格上涨，所以它的股价上涨很快，我们不能长期持有这一类周期股。

讲完我行业的选择以后，我想讲一下我选股的方式：

一是选股我是自下而上精选公司的，在我的理念中我认为竞争壁垒强的公司最重要，我会优选竞争壁垒强的公司，我觉得没有壁垒的公司没有长期的投资机会，同样基于资产定价模型，因为这个行业/这个个股短时期内盈利丰厚，但如果没有很强的壁垒，会不断有竞争者投入，根据这个资产定价模型，我们无法预期远期它有很强的继续现金流的流入，所以这类公司我们理应给予一个比较低的估值。

二是我想讲的是我优选行业空间大的公司，估值在我看来并不是特别重要，我们研究重点还是要以发展动态的眼光看待问题，行业空间极其重要，空间小估值低，也不要参与。

三是多维度比较和深入思考，我们逻辑上是想选择竞争壁垒强和行业空间大的公司，怎样保证我们有更高的概率做到？我们讲求行业跟行业多比较，我们这个公司跟其他公司多比较，跟已有持仓比较，通过调研和访谈的方式更准确地获得我们想要的答案。

四是在公司投资上理解比跟踪更重要，因为我们选择了有强竞争力的公司，又选择了行业空间大的公司，它自然会随着时代的发展而发展，如果我们一味只知道跟踪，如果说跟踪一些发展空间并不大的公司，其实只是浪费我们的时间，并不能做到获得很高的投资收益。

讲了我们选取行业及个股的标准后，怎样做到？我把自己投资股票的方法叫做基于时代的投资理念。为什么这么说？因为我觉得一个企业要获得十足的发展，它跟身处时代非常相关，一旦这个时代过了，一旦这个行业成熟了，这个企业再想奋起直追其实是比较难的，所以我们应该用心感受生活，把握住时代给予我们的投资机会。举例来说，2013年或之前，移动互联网刚刚诞生，现在可能我们已经发现了移动互联网对我们生活造成了很大改变，电商渗透率可能已经接近30%或更高水平，在当时你想得到吗？如果当时我们在发现这样的时代，并积极在当中寻找具有强烈竞争力的公司，我们知道移动互联网公司中的流量能够变现，我们就能抓住这个时代赋予的投资机会。道理同样还有这几年，比如高端白酒，因为消费升级带来的现象级投资机会，以及医疗服务、创

新药带来的投资机会，这些都是时代所赋予的。

最后我做一个总结，我们股票的投资理念是做成长股投资，我们是基于敦和大类资产配置体系去做成长股投资，做成长股投资意味着我们要长期持有，要强调一下，我们会在风险比较大的时候用我们的大类资产配置框架控制风险、控制回撤，这就是基于敦和大类资产配置的股票投资跟市面上价值投资或成长股投资的区别。

市场展望

最后我想讲一下市场的展望，不一定准确，仅供参考，我发表一下自己的想法，首先看宏观背景，现在全球经济在复苏，美债收益率上行可能是大家最近讲得最多也是最关注的事情，我们可以清晰看下面两张图得出一个结论，我觉得美债收益率仍有上行空间，右图是欧洲主要发达经济体的国债收益率，可以看到它们已经回到了疫情前的水平，而美国离疫情前国债收益率的水平仍有一定空间，我们有理由相信随着疫苗的推进，美国十年期国债的收益率会朝疫情前的水平前进，同时我们看股票的估值水平。下面这张图是股票在现在这些细分行业在这次大跌之前估值的位置，可以比较清晰地看到这几年我们所投资的那些核心赛道，比如新能源汽车，食品饮料，医药生物，科技类公司，基本上它都处于一个历史上比较高的位置，尽管经过最近一段时间 20%-30% 的下跌，但我感觉估值其实离它的中枢或偏上水平还没下降到位。对股票的观点，我觉得一方面未来估值要下降，也是基于资产定价模型（它的 r 要上涨），另一方面股票估值又在偏高的位置，所以我觉得没有趋势性行情。

现阶段如何配置呢？从短周期来说我觉得可以配一些顺周期的个股，比如银行或一些周期股等，但这类个股应该有新的刺激出现，因为它的“ r ”在下降，所以可以小心做多。然后我觉得这阶段可以用一些雪球或类似凤凰的工具帮助我们平滑收益，为什么这么说呢？在我的框架里，首先我觉得原来的核心资产估值离向上还有一定空间，同时向下空间又不是很大，估值要上升，是一个用时间消化的过程，所以用雪球或凤凰，阶段性是比较好的策略，这一阶段就可以耐心等待或我们研究的新成长股出现一定的机会。

讲一下中长期，我觉得中长期股市一定是大机会，为什么这么说呢？也是回到我们的资产定价模型，中国的公司经过这一轮疫情，我们发现它的竞争力很强，相对原来的发达国家，我觉得中国的企业也好、市场也好，应该会更多获得全世界的市场份额，这决定了它的分子端，同时看它的分母端，虽然利率短期大概率上涨，带来估值的下移，但同时我们清晰地知道，无论美国也好、中国也好，还是世界其他主要经济体也好，人口的老龄化和新科技水平的进步没有那么明显，特别是讲到中国，过去房地产比较火热，现在中国房地产除了核心城市核心地段上涨，其他部分就算放了这么大的水，它的上涨也并不明显，甚至是下跌的，所以中国也好、美国也好，它的利率没有上行空间，会趋势性下移，所以对于股市来说我们还是有望在接下来几年把握到它估值跟利润双升的机会。

谢谢大家，我分享的部分就到这里。

问答环节：

提问：如何寻找时代机会？如何做投资？

回答：我觉得股票投资其实挺简单的，抛开估值的复杂问题不说，假定现在股票的估值跟未来十年股票的估值一样，股价的增长就等于它未来现金流的增长，所以我觉得更重要的一点是基于所处的生活、基于所处的时代寻找投资机会。这是怎么做到的？我觉得就是要热爱生活，我自己就是比较热爱生活的人，做股票我觉得比有些活要轻松，只要我们对身边发生的事情比较感兴趣，或者我们知道这个时代在发生什么，比如我们看现在发生的事情就能明白，首先是新能源的革命，这个就很清晰，既然我们发现了欧洲将新能源车作为一个非常重要的政策，中国也是，那我们可以期待过 10 年、20 年以后新能源汽车满大街都是，那现在我们在行业中做最多研究就可能成功了一半，因为这次是公开分享，不能讲一些投资案例，但原来我也投了比较多的新能源行业的公司，我觉得就记住一点，一定要选择有比较优势、门槛足够高的公司，这样的公司估值看起来比别的高一些，但只要这个公司是成长性行业，只要空间够大，它的估值一定能消化，而且它也能充分保证自己未来的竞争力不下降，能更大概率去获得更多的市场份额。

提问：核心资产的成长股能买吗？有没有推荐的书籍？

回答：核心资产的成长股我觉得是永远可以买的，但我觉得回到核心资产，不是大家认为的核心资产就是核心资产，核心资产是它最后走成了核心资产才是核心资产，不知道大家能不能明白我的意思，我们选股票还是要基于行业空间以及基于它的竞争力，看未来能不能获得更多现金流的流入，在每一个时点上我们都是这么思考，如果符合这两个条件，那这样的公司最后一定会成为核心资产，为什么这一轮核心资产能上涨这么多，下跌以后可能也是值得投资，因为现在市面上所讲的部分或大部分核心资产是基于行业空间多大，以及它都是符合这个时代发展脉搏的，它的竞争力都比较强，比如高端消费、光伏、医药、创新药、白酒，这类公司都无不代表着未来的方向，所以这类公司肯定值得长期投资。

至于书籍，一般我就推几本书，一个是巴菲特的《护城河》，第二本书是《大钱》。

提问：这波抱团股调整到位了吗？

回答：这个问题我是这么看的，现在这个时点有一部分股票的估值还是比较高的，未来它的利率还是处于上行状况，所以这类核心资产如果没有细分行业或公司的新的成长逻辑，这个阶段我觉得是比较难涨的，我倾向于认为我们可以耐心等待它的下跌，或是等待一个你认为的估值合理的状况。

但反过来说，虽然我们觉得估值还有一段时间的下降空间，但美债利率的上行在股票中获得了一定的体现，再加上居民的财富往股票中不断投资，以及机构投资者不断加大，我也很难说清楚估值到最后会下到什么样的状况，所以我现在一个是耐心等待。

提问：云服务、银行或券商怎么看。

回答：云服务过去几年做了较多投资，关注我的球友可能看过我写过金蝶国际的投资分享，这里不做投资推荐，只是说基于行业我觉得云服务是一个大趋势，因为云服务一个是提高了黏性，二是下降了价格，所以我觉得它是一个很好的商业模式，这类公司

是值得长期投资的，具体不展开，大家可以看一下我在雪球的一篇文章。我觉得银行在这个阶段下还是不错的，为什么这么说呢？因为经过去年三季度以后，银行坏账风险阶段性出清比较干净了，我觉得银行股接下来会走一段释放利润的过程，而同时基于今年的环境，今年的贷款会比较紧张，可能会有一个偏紧信用的市场环境，所以银行的议价权在这时会会有所提升。我觉得银行股可能走一段时间，一年或两年的利润释放周期。当然，银行股也要分开来看，如果说基于银行资本金的增长，也就是传统放贷业务，我相信银行股的增长空间是有限的，随着 GDP 增速的下移，贷款也可以理解为增速下降，但另一方面，如果银行股更多做现在的财富管理业务，比如某些城商行或大行，这样的公司的空间相对来说是比较值得期待的。

还有券商，券商我不是特别看好，因为我觉得整个券商板块向上的弹性不大，首先我们也不觉得有牛市，而且你去看今年券商股的表现大家可能也能明白，现在的资产配置框架下是居民更多将自己的钱投入基金，基金不像过去散户炒作那么疯狂，它更偏价值或成长股的投资，所以我是觉得券商的表现一般。

提问：你是如何培养自己的团队的？

回答：敦和研究体系是多基金经理制，是一个完整的投研团队，多基金经理共享的研究团队，对应不同的研究员，不同的基金经理有它的服务小组，它的小组给它做更多研究上的支持，我也是这样，当然，我要求我自己的研究员首先理念上要跟我一致，我要求研究员会让他更注重公司的壁垒以及行业的空间，这是告诉他方法论，然后再让他把行业彻底理解清楚，而不是不懂的状况，我觉得理解是很重要的，如果不理解、囫圇吞枣投公司，我觉得是很难做好投资研究的。

提问：价值投资的核心是长期主义还是安全边际？

回答：对这个问题我可以讲一下我自己的看法。我把价值投资理解为我讲的成长股投资，我觉得首先肯定是长期主义，当然你会碰到股票估值比较高的时候，这时应该怎么处理，相信这是大家碰到的最多的问题。刚才讲的敦和大类资产配置下的成长股的投资框架给了我们一个很大的借鉴方法，因为成长股的估值或未来股价的涨跌并不由它的估值所决定，估值高了还能再高，估值低了还能再低，它唯一的决定因素其实是它的“r”，回归到我们的资产定价模型。

这就是这么多年来或这一年来大家感受最深的，我们投资一些核心资产，为什么它的估值可以高了再高/低了再低，基于这套理念，在“r”有较大变化的情况下可以改变我们对于估值的容忍度，什么意思呢？比如说今年疫情刚来的时候，全球放水，股票估值一定要抬升，所以股票估值可以抬升到这么高的程度。同时今年如果非常规货币的状况要回归到常态，所以我们对股票估值的容忍度也应该下降，可能这是我所理解的安全边际，我们不能静态看公司的估值是多少而决定是否买入，我觉得这不一定是正确的。

提问：你的回撤控制非常好，如何做到的？

回答：对这个问题，我自己觉得回撤相对于我的收益来说控制得会比较好，刚才讲了，我是基于这样的理念做投资，所以我的收益，就算在股票估值一直涨的情况下，只

要我相信这个市场的估值或 r 没有系统性上升的情况下，我能持有住股票，同时因为徐小庆先生的货币信用体系能指引我们，如果这个“ r ”有大的变化，相信我们会有感知，所以在那时候我也会控制自己的仓位，控制我的回撤。

提问：当前市场没有自己可以放心买的标的怎么办？

回答：这个问题时常会出现，我有 13 年股票的投资经验，比如 2015 年股灾以后，尽管股票跌了很多，可能你还没有发现有趋势或成长性机会的诞生，这就是我当时的状况，我觉得这是很正常的，因为经过那一轮货币宽松以后，很多估值到了非常高的状况，我为觉得就是耐心等待，然后你要相信，尽管可能短期之内出不来，我们要坚定自己的投资风格，继续加深研究，打个比方，我们这两年投资收益的获取大部分都是在 2018 年时种下的果，为什么呢？因为 2018 年“ r ”上行很厉害，带来了估值的下行，很多企业并不是在成长性上有任何问题，但股票是有周期的，我觉得就是加紧研究，我们在估值合理时买入并持有，等待下一轮周期的来临。

最后，非常感谢各位投资者的提问，由于时间关系，我们这次的分享到这里结束。

4、后疫情下中短期的三个转变和长期的一个不变

作者：@史诗般的馒头

发表时间：2021-03-17

各位雪球的朋友大家好，我是白犀资产的基金经理，雪球 ID 是史诗般的馒头。可能有些朋友关注过我了。感谢雪球的邀请，我们今天选择面向的观众说所有雪球用户，因为大家不全部是合格投资者，所以今天我不会介绍我们的团队和产品。主要和大家聊一下对后市的看法，更重要的是应对策略。

但是在讲策略之前，我必须花一点时间简单介绍一下自己的投资风格，那这样讲策略才有意义。其实任何策略都是建立他的投资风格和能力圈基础上。说到宏观和策略，大家喜欢放在一起讲，很多人不太区分这两样东西，我的理解是策略和宏观研究最不同的地方是，策略其实是千人千面的，适合别人的不一定适合你。比如前一段时间顺周期很好，很多卖方研究所策略都会推荐大家周期股，但是这些行业，我相信老一些的股民是有体会的，这是个适合大多数投资者搞的方向吗？显然不是。

其实对很多人来讲，特别是我们雪球的朋友，你应该宁可把钱套在白酒里面，套在腾讯美团里，我希望你们也不要套在周期股里。真的，我建议不要去研究什么碳中和，分析疫情复苏需求和供给错配，不要去管这些，历史上太多见了，在周期里面的时候，很多时候连公司自己都分析不清楚在周期里面的哪个阶段，何况是普通投资者。对应到股价就更加复杂了，商品价格没跌的时候，股价可能跌了不少。商品价格稍有波动，股价也许一半就没了。周期股很难有信仰，没有信仰就更难赚钱。所以我会觉得周期股在

这个位置的时候就顺周期策略其实根本不适合大部分人。所以我会去讲，谈策略之前，一定要先和人家讲清楚你的投资风格，然后你再思考这个策略是不是适合。

我做私募是三年多的时间，但是做股票也 20 年，41 岁今年。也是和大家一样从几千块开始，很小的资金做到现在，一开始能有的投研支持也很限。所以我们在风格这块也许对雪球的兄弟们来讲，可能比策略更有借鉴意义。

那如果要让我高度概括我们的投资理念呢，我觉得用一句话讲，那就是“我们是要做的是，投资每一个环节当中，最简单的那部分事情，同时呢，同时又让整个投资体系具备反脆弱能力”。我们非常强调做简单事情，早期这么思考很简单，就是因为觉得自己不够强，不强还想赚钱怎么办，所以会对什么是简单，做什么不容易错，甚至判断错了不产生大的偏差这些有很多思考。那现在呢，我觉得做简单的事，已经是融在我血液里的哲学理念了。

可以从两方面去理解我们具体怎么做的

首先，虽然我搞的是价值投资，相比其他基本面投资者，我们在宏观策略，和交易经验上面会积累的更多一些。

每个人对简单定义是不一样的，比如有些基本面研究驱动的投资人，他只研究基本面，不理睬市场博弈的部分，用减少决策因子来体现简单。或者有些人强调能力圈，就看那么几个行业甚至一个行业，减少犯错来定义简单，雪球也有好几个这类基金经理。

而我们是认为投资的很多决策因子，不需要彻底放弃，包括宏观策略，选行业选股，交易，每个层面都有相对简单的事情可以做，只不过对应着不同类型的能力。

比如在研究这里，有些行业就是比另一些行业好研究，有些公司就是比另一些公司容易做判断。在交易这里，市场波动越大时候，时不时的就是有送分题，不要过度交易，也不需要放弃交易。大家对简单的定义是很不一样的，但是都可以科学的。你看海底捞对员工很好，给他们很好福利，我们说它管理很好。麦当劳呢，给很低的报酬，因为他做的标准化，换了谁都能干，我们也说它是很好的管理。所以很多完全相反的行为，可以都是对的，关键看它的整体逻辑说不是和自身条件，和发展阶段是不是适应。

我一直喜欢和朋友打这个比方，投资这件事情好像我们去参加高考，有的人是通过把所有的时间花在某一门课上，在这门课上拿很高的分数，争取排名靠前。但是我们是觉得投资是一件特别复杂的事情，有很多门课，我们每门课考 80 分，战胜一部分人，最后在总分上战胜绝大部分人。

当然，我们必须清楚一件事情，就是基本面研究这么课的分值是远高于其他课程的，它可能是满分 200 分，可能交易只有 50 分，天花板很低，积累几年也就是拿 40 多分，你光靠这个也不行。每个投资者终局上都是应该要在研究上拿高分的。但是不要忽视很重要的一点，这是终局，在过程里呢，如果把其他层次的送分题拿下来，就有利于把成绩做起来，有机会构建更好的团队，和更好的投资人沟通，反过来更有基础把基本面这门课修好。

很多人会说，你们很灵活，我做交易或者判断市场就不行，偶尔一动就错，所以我干脆就不动了。是的，但是你要这么想这个问题，各种类型的经验和能力都有一个积累过程。你偶尔做一下没有经验出错很正常，就是韭菜嘛。但是我们在基本面研究这里的能力一样是要付出很大代价才积累出来的，我觉得也可以给其他方面的能力一点点时间，起码这个短板不要太明显。其实这些能力二级市场来说并不是完全无用的，只是门槛或者天花板低，不能适合独立当作盈利模式。

第二呢，我的简单表现在选股上，我说只愿意选生意模式好，竞争力很强的龙头白马。很多投资人都会这么说，未必这么做。这两年就是很好的试金石啊，大家老讲基金抱团基金抱团，我觉得真的可能高估他们了，19年，20年，头部公司涨这么多，大多数基金做的是什麼成绩，大家可以思考一下。

其实这是事情很有意思。我没有入行之前，个人投资者做的时候。非常不理解一件事情，怎么基金经理的整体成绩这么糟糕。我不知道你们有没有和我一样想过这个事情，10年复合收益率超过10%的公募基金基金经理怎么才30几个。每个人都说自己与伟大公司一起成长，如果他们真的知行合一，这10年大白马的复合回报哪有这么低。所以绝大多数基金经理，在长期的投资过程里，一定是做了太多的减法。要么行为和人设之前有巨大的差异。

做了这行以后，我才发现原来有那么多基金经理，喜欢投乱七八糟的小公司。为什么呢，越是小公司，越是好沟通，有一些不对称信息的机会，它告诉你自己经营情况。很容易让基金经理感到放心，安全，觉得是很好机会。但是最后呢，普通就是普通，伟大的公司不搞这套，但是会一直超你预期。但是我自己这10多年来绝大部分时候都是在买头部白马，我们大部分的钱是这类公司上赚的。

所以我们研究上，我不太会在看不清楚的东西上死磕，我喜欢简单容易看懂的东西。很白的东西，这点必须旗帜鲜明的讲清楚。很多人会觉得，这些东西这么简单已经是市场共识了，反应在估值里了。但是我们会觉得高估值的风险是显性的，数字放在那里谁都能看到，而低估值的风险往往是隐性的，需要深入理解才能找出陷阱。所以我们基本上是在讲，做投资，我喜欢去人多的地方。为什么一个行业好，一个公司好，要很少人去看呢，这是很不合理的。人多的坏处是短期业绩透支，但是在更长的周期面前这个坏处是可以被消化的。要是因为看的人多就不去看，最后很容易导致投研精力常年花在线公司或者格局更差的行业，这是因短失长。那相比于估值，我肯定是更在乎质量。

那即便是在各行业头部公司里面去看，现在上市公司越来越多，我们股票池里还是会有接近150家左右公司，核心池是50家。过去我自己做是一个人看，现在研究员也不多。精力就那么一些我是比较在乎研究的边际成本的，所以我是“比较”重于“深研”。比较的优势是什麼啊，用20%的精力研究一家公司，可能可以做到80%投研深度。再做更深更细的研究多花4倍的时间，也未必能获得剩余20%的深度，因为总有一部分是经营本身带来的不确定性。但是用剩余的时间多研究4家公司，5家深度在80%的公

司比较时，容易做出更好的判断。所以我们会找各行业选择头部公司来看，覆盖范围会选择广一些。

那这是我们的一个投资风格，不要过分强调自己的能力，强调好公司本身的力量。我们都学过《劝学》，“君子生非异也善假于物也”。这是一种很高的智慧，什么意思，不是你多牛，而是你买的公司牛。普通的研究员看伟大的公司，他就优秀。优秀的研究员天天看普通公司，他就变得普通。当然可以在自己能力的不同成长阶段，收益来源贡献也有一个变迁过程，我强调过程思维。最后总之做简单的事情。这是我们的风格。

今年年初开始，我当时有两个重要判断：

一个是核心资产可能会在年初先强化一波，就是大概率会先涨一波。因为接近年底，公募基金成绩很久没这么好过了，当然会乘这个机会多发型，冲一下规模。那投资者呢，投资者这里也会交流对不对，2020年我赚了多多少少，他们也会传播，会互相影响。所以大概率会有一波资金驱动。

但是全年角度，我觉得这它不会影响另一个重要判断，我们在年底给投资者的信了也说了，全年必须降低收益率预期。如果运气好，一波无脑上涨真的发生，那就是送分题，一定要敢于撤退。

我们当时是早撤退了一周，春节前还是有那么一些小被动的。我当时看到英美疫苗接种率接近10%的时候，新增患者人数下降数字非常快，所以我就很担心快速复苏下预期下，美债可能要趋势性上涨了。所以撤早了一点时间，那么节后可以看到这个防守，还非常不错的。

那在现这个时间点，我觉得后疫情下我们“中短期”需要做三个转变，特别强调，划重点，是中短期。需要三个转变：

第一，先是从相对收益思维往绝对收益思维转变。为什么要这么做，这个是帮你降仓位的。

我们要知道，机构投资者的仓位一般来讲都比较稳定的，他不会忽多忽空。那我们也是会绝大多数时候都会保持中高仓位来运作，不断去找自己觉得有相对收益的地方，股市大多数时候都是螺旋式上升的，有相对收益就有绝对收益。但是我有一个习惯，越是感觉自己处在牛市后期，我会逐步把相对思维往绝对思维去切换。

我前面介绍了，我喜欢做机会比较。但是这种机会比较思维，越是接近市场整体估值高的时候，你是永远没办法把仓位降下来的，华熙生物100倍市盈率，发现五粮液50倍，好像觉得五粮液性价比还不错，那是不是，仓位就降不下来啊。跌的时候，其实这两个都要挨揍的。

绝对收益角度思考就很简单了。你拍一下21年目标估值，22年目标估值，你觉得在流动性后面略收紧的预期下，合理估值大概在什么水平。到底还有没有正收益机会。条件好的可以拍拍更远期，拍到25年还多多少少收益率，像这波下跌前，很多公司4~5年远期空间可能都没有多少了，这是很可怕的啊，或者就剩下3，4十个点了。所以绝对收益角度会让你感觉没东西能买了，数学上看就没赚钱机会，仓位就容易降得下去。

第二是格局思维往行业比较思维转变。这个是帮你选行业的。

我们有时候说一个投资人是赛道型选手，什么叫赛道型选手，就是自上而下先选行业，再选个股这叫赛道选手。17年以前的赛道选手是做行业比较的，因为那个时候中国经济增速很快，所以你觉得什么行业都能买，只是大家周期不同步，有的先有的后，所以那时候选赛道的人会去做行业轮动。

那17年以后，你发现是没几个行业有成长性了，经济内卷了。那这个时候，二级市场能看长的行业，长期格局好的公司，就这么一点，大家都看好而且看到比较长期，那自然就会去抬他们估值。我们必须承认，估值抬升是和流动性有关，和估值方式有关，但是也和长期格局有非常大的关系。

什么是格局思维啊，经常有时候和一些大机构研究员基金经理聊，美团贵了，没法看，你卖不卖，不卖。不管怎么贵，都不卖，卖了找不到能替代的，这就是格局。但是现在的问题是，他贵到数学上也把未来空间这最乐观的假设下都吃完了，那就是问题了。这时候又需要用行业比较思维去解决问题了。

如果金融股，或者地产股，又或者机场这些，在最悲观的收益预期下，仍然有绝对收益回报，甚至看5年空间也不输给格局票，那可能就算一个很好的机会。因为过去我们看增速慢的行业，一般都有一个悲剧，就是你看一年空间很有性价比，但是看5年，看更久的时候，它的空间是要跑输的。所以当格局票一开始贵的时候，长期思维而言，它还是可以容忍，但是到了今年春节附近的那位位置，那就无法容忍了。

第三DCF模型往PEG模型转变。这是帮我们选公司的，最近两个月许多卖方策略也都在强调这个思路。

从19年到20年三季度末，我们其实都处在一个美债收益率下行的趋势里面，特别是疫情又加剧了流动性宽松，从3%一路下跌到0.6%左右。那我们都知道外资在19年以来的牛市里面，它是扮演边际增量资金的，它是喜欢用DDM定价模型来给股票估值的。

在这个过程里面，如果我们假设折现率普遍用的是10~8%，利率每下行0.5%，估值就能提高10%左右。所以之前这波美债的下行对估值提升的作用是比较明显的。那现在美债大家目前的预期是可能会回到2%附近。市场自然会对前期生拔估值的这批公司，那最主要就是这批头部资产会有非常大的压力。需要转而成PEG角度思考问题，寻找那些估值和增速匹配度相对还好的投资方向。

但这里我必须提醒两个问题，一个是这种寻找PEG匹配的过程，一定是伴随质量上的牺牲的，这几年其实市场有效性是不错的，我们知道好东西都贵，便宜有便宜的道理，所以质量把控上面不能有太大的让步。我们不要为了找而找小票而找小票。

另一个是，警惕头部公司，这波快速下跌后，对二线公司和不那么好的行业的形成估值压制。特别对机构投资者来讲，你买是有个过程的。现在大家预期比较一致，确实是都是头部公司不碰，回去买一些细分行业龙头，业绩增速还不错的。

但是一定要清醒，最好的公司这种资产是有比价效应的，就像你之前觉得港汇广场租金太贵了，街边店租金好像还可以，等你签了三年合同以后，发现港汇这里跳楼价了。对机构投资者来说这会比较麻烦，本来觉得便宜的地方买买买，小公司不容易买到量，好不容易买好了，发现我去，那边跳楼了，又得卖卖卖，摩擦成本太高了。

个人投资者可以灵活一些。我觉得头部公司只要还在相对高一些的位置，至少要稳住小公司才有机会。

最后我要强调的是，长期不变的是最终一定要回到优质头部公司上去。

我们不要过分强调自己的能力，我们要自知，普通投资者你有这个意识你就无敌了你知道吗，我希望雪球的朋友能要有这个觉悟。其实我心里是不太愿意和个人投资者讲策略的，但你们看我雪球发文章老写策略策略，那私募不方便写个股，这有什么办法是不是，要避免合规问题。坤坤我记得有一篇访谈里面讲，他觉得应对不重要，搞应对都是你研究没做好才要搞应对。我其实不太同意，头部公司其实大家认知差距没那么大，哪怕同一批标的，在一些关键节点应对这块还是能拉出差距的，作为机构来讲，不管是收益还是回撤控制上应对的能力还是会有体现。但是回到个人投资者，其实还是少谈这块，最终最终你能和机构 PK 的，你就 pk 价值观，价值观好，你就基本无敌。

和过去几十年相比，从来没有哪个时候，我们中国股市像这三年市场，我觉得这么健康过。虽然今年很多大白马估值炒的没法看，但是还是比以前的牛市好太多。以前 A 股只要是牛市，就是群魔乱舞，人也都是不正常的，大家都去审丑，最后搞的正常的人也不正常了。很多妖魔鬼怪，你明明知道不合理，但是因为觉得能涨，市场气氛好，倒逼你也不得不去看。现在头部的极端未尝不是好事情，历史有时候需要一些极端才能让投资者有更深的印象。

我目前是认为这波不太会像 08 年那么大级别的下跌，具体调整时间和空间需要跟踪现在并不清楚，但是清楚的是，我们最终要回到这些好公司里面去，伟大的公司里面去。如果觉得你们做这种宏观判断不擅长的，我是建议可以尽量提前一点回去也没问题，守拙，要守拙。

5、2021 年哪些行业可以既有绝对收益又有相对收益？

作者：@磐耀资产辜若飞

发表时间：2021-03-16

辜若飞：大家好，我是磐耀资产辜若飞，今天非常荣幸跟大家一起参加这样一个线上交流，在此首先非常感谢大家能在今天晚上腾出时间，跟我们一起进行线上的这样一个交流。我是上海磐耀资产管理有限公司的创始人辜若飞，今天整个线上的交流分为几

个方面去和大家进行，第一方面我会用三到五分钟的时间，和大家简单的介绍一下磐耀资产的基本情况。

因为今天是一个公开的线上交流，所以里面也并不会涉及到具体产品的情况，包括整个具体净值的走势也不会做一个比较详细的沟通。但是我会和大家讲一下磐耀资产整体来看这么多年运行的一个大致情况，包括我们投资策略方面的一些特征，包括我们对接下来 2021 年后面的行情，包括在投资方面我们是如何去看待的。

磐耀资产介绍

磐耀资产是在 2014 年 12 月份的时候我自己出来创业成立的一家私募基金公司，公司发展到目前为止已经进入了发展的第七个年度，在过去六年的发展历程中，我们也是实现了连续六个年度，不论是从团队的规模，包括发行产品的数量，包括产品的业绩走势，包括管理的规模，是实现了连续六个年度的稳健增长。

到目前为止，公司在基金业协会累积发行的产品数量已经有超过 100 个，目前在基金业协会存续的管理规模大概在 50 多个亿，整体来看我们还是一家专注于股票多头策略的私募基金团队，同时我们还有一些辅助性的策略，一起来丰富我们的投资。

从整个团队的构架来看，目前整个团队一共由 20 位成员构成，团队的投资风格还是以基本面研究为导向，比较注重研究的专注度，这么多年下来我是从 2013 年开始管产品，一直到现在，其实经历的市场环境是非常多样化的，我们经历过 2013 年到 2015 年成长股的牛市，经历过 2016 年之后核心资产为代表的成长股的牛市，同时也经历了市场 2015 年 6 月份 5000 点见顶之后，从 5000 一路跌到 2400 这样的一个过程，包括 2018 年全年也是非常难做，呈现出一个振荡阴跌的走势，包括今年春节之后市场也是画风突变，有一波比较快速的急跌。

在经历了各种各样复杂的市场环境之后，我们策略的长期有效性，包括我们整个的风险控制能力也是经过这么多年的市场检验。我们整个的投资理念来看，始终还是以做绝对收益为目标，同时兼顾中长期收益的这样一个思路。所以在过去连续六年的时间里，我们也是始终在践行这样一个投资的原则。整个产品端的表现也是实现了连续六个年度的绝对收益的创造，并且长期的相对收益也在市场的第一梯队。

整体来看在过往的业绩表现端，公司做得还算是不错，能够做出这样的收益的背后是什么原因，包括我们这样一个收益表现，它未来是否具有可持续性，其实是大家包括我们自身都非常重视的一个问题。

回到第一个问题，我们整个的投资理念到底是什么样的，也就是说我们在这个市场中到底是赚什么钱的。我自己是从 2008 年就开始自己做投资，2012 年、2013 年的时候就开始进行阳光私募基金产品的管理，在这样一个长周期里面可以看到，整个 A 股指数的表现其实并不是特别的明显，指数经历过几轮大起大落的走势之后，其实绝对的收益并不高。

但是如果在这样一个长周期的维度里面，你可以看到其实伴随着整个宏观经济的发展，包括中国还是有大量优秀的企业家具备开拓进取的精神，有非常多优秀的企业是从

一个小型的企业成长为一个大型的企业，甚至是国际化的公司。我们买股票买的是什么？买的是上市公司背后的股权，如果我们通过深入的行业研究，通过深度基本面的挖掘，能够找到行业里面优秀的公司，那我们在它成长期的时候成为它的股东，伴随它的整个成长，那这一笔投资一定会不断呈现出增值的态势。

所以这是我们赚钱的第一个逻辑，就是通过基本面的研究，挖掘出好的公司，伴随它的成长而获得成长的一个增值。

我们赚钱的第二个逻辑是什么呢？尤其是在 A 股，它是一个大起大落的市场，可能整个市场对一个优秀的公司，每隔一两年市场给它估值水平的变化，差异都会非常的大。在这样的一个情境之下，我们认为好公司只是去做投资，简单研究的第一步。但是好公司是不是一个好的股票，其实还是要看它背后的估值水平的。如果估值过贵的时候，你去参与到这种好公司的投资里面，那可能会损失掉很多的时间成本。

历史上也无数次证明了这样的情境，包括今年春节以后，这种抱团标的的一个大幅的下跌，其实就是因为之前虽然它们是一些非常优秀的公司，但是市场短期的预期过高之后，给它一个非常贵的估值，所以这样的估值水平，短期绝对收益的获取能力其实是在逐渐降低的。

所以我们赚钱的核心就两点：第一点就是选择好的公司，第二点就是在合理的估值，最好是在被低估的时候，我们就参与到它整个的投资过程当中，赚这两个钱是我们认为在这个市场中，长期来看你是可以通过行业的研究、基本面的分析，可以长期赚到的钱。

在这样一个赚钱逻辑的背景之下，我们公司其实还有自己的几个核心特征，而这几个核心特征我觉得如果站在当下的话，其实还是具有比较重要的价值的。我们的第一个特征是不给自己贴风格的标签，选股的时候只注重安全边际这样一个唯一的原则。

因为我自己从 2013 年就开始管产品，经历过 2013 年到 2015 年成长股的牛市，经历过 2016 年之后核心资产为代表的一个大白马的牛市，在不同的市场风格之下，我们整个的业绩表现其实都是非常稳定的。之所以能够形成这样一个稳定的业绩表现，主要原因就是在于我们没有给自己贴风格的标签。同一时间我们在行业配置方面会呈现出一个分散化的配置，大多数情况下会分布在三到五个行业里去。

在行业进行分散的同时，在具体标的选择的时候我们还会做一个进一步的筛选，这个时候我们也是本着价值和成长并重的这样一个思路去做。如果你是专注成长股或者专注在行业龙头公司的话，那你可能会遇到一个情境，就是当风格匹配的时候做得特别的好，但是一旦风格不匹配的时候，那可能做得也比较困难。

而我们却不是这样的，我们在行业选定好了之后，会选择那些真正我们认为确实是被低估的行业龙头公司，我们也会配，同时一些行业内我们认为成长性比较高，确定性比较强，这样的一些公司我们也会配。所以说以我们目前的持仓为例，可能几千亿市值，包括万亿市值级别的公司我们持仓里面也有，同时百亿市值附近的公司我们持仓里面也有。

所以说市场风格的变化，对我们收益的影响其实并不大，真正影响比较大的是我们对行业板块的选择以及对具体公司的选择，能不能做到一个比较高的胜率。而这一点如果站在当前去思考的话，其实也很重要，就是春节之后这一波市场的下跌，大家可能还是记忆犹新，因为就在眼前刚刚发生嘛。

我们认为其实成功的好的投资策略很多种，抱团核心资产其实只是其中之一，而非唯一。在风格每隔几年轮换一次的 A 股市场中，如果你整个的风格特别单一的话，其实一定会遇到风格不匹配的时候，所以我们在今年春节之后，整个 A 股市场回撤非常明显的过程中，我们整个产品的回撤幅度，在整个股票多头策略里面都算是非常非常小的，这也是我们注重安全边际原则的一个体现，包括我们在选股的时候，既然不给自己贴风格的标签，那我们选股就只遵循这样一个安全边际的原则，如果股价短期估值过高的时候，我们认为它的安全边际是不足的，所以说我们就没有去抱团标的这种尾声趋势性的行情。

也正是因为如此，在整个市场大幅下跌回撤的时候，我们在回撤幅度方面相对来说就更加的可控，这是我们在整个选股端的第一个特征。

第二个特征就在于整个风险控制，因为风险控制这个事情我们其实一直都是把它放在投资的首要去考虑的。风控的意义在哪里呢？比如今年年初春节之后，我们可以直观的体会到回撤对于复利的影响是巨大的，举个例子，一个产品第一年上涨了 70%，第二年下跌了 30%，那么两年累积下来这个产品其实只赚了 19%，甚至还不如你每年只赚 10%，两年复利下来其实赚 21%。

这也是我们始终将风险控制、回撤控制放在投资首要环节的一个核心原因，就是让复利去奔跑。

我们在做风险控制、回撤控制的时候有几个方式，其实我们在投资中时刻是在做风险的应对，包括刚才讲的第一个，我们在选股端不给自己贴风格的标签，只注重安全边际的这个原则，其实也是一种事前的风控，这只是其一。其二我们会通过主动仓位控制，来进一步控制住整个产品净值的回撤。因为我们认为在这个市场中，择股和择时其实都是非常困难的，而我们之所以会去做仓位控制，并不是因为想要通过仓位控制，做出多么高的一个超额收益，其实超额收益的获取也是很难的。我们做仓位控制目的在什么，就是平滑产品净值的表现，控制住回撤，这是我们的一个核心原因。

因为我们在产品运行过程中也经历过比如说 2015 年 6 月市场见顶之后，连续个股跌停的走势，包括 2018 年全年很难做这样的一些走势。如果说在那样一个系统性风险比较大的市场环境之下，我们不去做任何仓位的管理，那其实我们整体产品的净值是很难控制住的。因为我们当初经历过这种连续个股跌停，那个时候你买什么股票其实差别不是太大，但是如果你不去做整体仓位方面的控制，那你的回撤基本上是控不住的，所以这也是我们会去做仓位控制的原因，就是为了平滑整个产品净值曲线的一个表现。

因为我们认为，其实做私募基金产品和管自己的钱还是不一样的，客户包括我们的合作伙伴，其实是相当于把这种信任的关系交付到了我们的手上，我们其实相当于帮客

户做好资产方面的配置，获得这样一个保值增值的目标。但是如果这个过程中，整个净值起伏过于剧烈的话，那我相信绝大部分的渠道合作伙伴也好，包括客户朋友也好，大家的体验可能都不会特别好。

所以在过去这么多年整个产品运行的过程当中，你看我们的整个曲线是非常平稳的上行的，这也是我们不断地去做这种回撤控制，不断地做风险应对的一个结果端的表现。

当然这个市场也会出现一些极端的情境，比如我们也会出现行业选择、个股选择出现错误的时候，包括我们也会出现，比如我们的整个仓位管理出现错误的时候，这个时候还是要有一套非常严谨的风控体系来使我们的整个产品净值，守住最后的一个回撤底线。

我们整个风控体系会非常的细致非常的复杂，因为如果你是一套非常简单的风控的话，肯定无法适应多种多样的市场环境的，因为市场既有牛市的时候也有熊市的时候，也有振荡市的时候，固化的风控制度肯定是不够用的。我们会把整个市场拆成非常多的细分的情境，在有被动风控守住净值回撤底线的基础上，不断地荣辱自己的主动风控，不断地调整我们的持仓结构，不断地权衡整个持仓配置的性价比，力求时刻整个仓位的配置，都处在我们认为的最优性价比的这样一个阶段。

唯有如此，时刻在做风险的应对，当风险真正降临的时候，我们在整个产品的风险抵抗能力，才会相对来说的好一点。这三个是我们在投资策略端的核心特征。

总结来看就是一，持股方面不给自己贴风格的标签，只注重安全边际的这样一个唯一的原则；二会进行主动的仓位管理，目标就是进一步的控制住整个产品净值的回撤；三是有自己成体系的一个风控的策略，当风险真正暴露的时候，当主动的风控能力失效的时候，我们有被动的风控控制住整个产品净值的回撤底线。

所以在过去这六年的发展历程中，我们才能实现每个年度的正收益，之后曲线非常平滑一路向上，不光是兼顾了短期的绝对收益，同时中长期的相对收益也在市场的头部。包括之前我们的这种风险控制能力，它是经历过这种大级别风险释放的检验的，比如我们经历过 2015 年下半年，包括经历过 2018 年，在那种风险大级别释放的时候，2015 年下半年也好，2018 年也好，我们也都有比较好的一个绝对收益的表现，而不仅仅是相对收益了。包括今年春节之后风险释放的过程中，我们整个产品净值的回撤也是相对来说非常小的。

所以说这一切的净值，都是跟你整个的投资理念、实践的情况是息息相关的，这个就是整个公司的一个基本情况，包括我们理念方面的特征。

如何看待 2021 市场行情以及磐耀资产如何进行行业配置？

接下来针对大家目前比较感兴趣的，比如说整个市场跌到目前这个位置之后，对后续我们认为有哪些方向值得去做配置，磐耀资产的行业配置目前是如何去做思考的。

在讲这一点之前，我先来讲一下我们对行业选择其实是有自己非常成体系化的标准的，我们对行业选择，具体公司选择的时候基本上是遵循了五个原则，我们的偏好是什么？低估值、有增长、低关注、低配置，同时有行业催化。

为什么是这样的一个配置思路呢？首先低估值有增长，跟我们赚什么钱的基础逻辑是直接相关的，比如说低估值有增长，我们赚的一低估值它具备安全边际，同时估值有修复的空间，这是赚的第一个钱；有增长是假设万一如果估值停在这里没有增长，估值没有修复，那么还可以赚上市公司业绩增长的钱，所以说低估值有增长，是跟我们赚钱的基础逻辑是相关的。

同时低关注低配置这样的诉求，其实也是我们逆向投资理论体系，我们会时刻保持自己的独立性和前瞻性，去挖掘那些价值的洼地，而并不仅仅是无脑的抱团这种趋势性的行情。真正能够通过自己的行业研究，找到那些价值的洼地的话，那你从整个投资的一个风险收益情况来看，其实是处在一个非常好的状态的。

所以说我们在过去也是这样一路践行下来的，比如说我们是喜欢什么样的呢？它是一个中长期向好的行业，短期这几年可能因为各种各样的因素，市场给了一个非常低可能过度悲观的预期，使它处在一个历史估值的比较低的分位数，具备一个比较强的安全边际。

同时我们认为市场预期是过度悲观的，行业也好具体公司也好，它后续可能有非常多的片正面的行业的催化、利好的催化，之后可以使它整个估值得到一个修复，随着大家对整个基本面逐渐认可的提升的过程中，会形成一个共振向上，形成新一波趋势性的行情。

在过去这么多年，举几个例子，像 2018 年我们能有一个不错的正收益，主要是因为当 2018 年上半年，全市场没人看科技股的时候，因为 2018 年上半年其实和今年很像，都是 2017 年经历过一波白马蓝筹的大年，全市场的关注度全部都在核心资产，比如消费、家电当时的表现是非常突出的。但是那个时候全市场没人看科技股。

但是我们认为，连半导体这种行业都能看估值，跌到了一个非常明显的价值的洼地了，我们觉得还是非常具有配置价值的。所以在 2018 年 2 月份，我们在私募排排网还发布了一篇公开的专访，专访里面提到我们的配置分别配到了半导体、医药消费和传媒。

所以 2018 年那时候半导体，就是科技股起涨的第一波我们是完全参与到了，而且是底部挖掘完全参与，第一波短短两个月的时间，基本上都是 50 到一倍的上漲，就是半导体类的标的。包括我们当初 2018 年 7 月份开始配军工行业，那时候也是全市场没人配军工，我们在 2018 年 7 月开始配，10 月份军工指数见底，到现在整个军工指数其实也涨了很多。

而且军工这几年的振荡上行其实非常的健康，它涨的都是业绩增长的钱，其实估值这几年提升的幅度是非常非常小的，所以当时也是这样一个情形。

举一个近一点的例子，比如去年的 6 月份，全市场没人看银行，银行的估值分位数处在历史最低的 1% 的分位数，其实就是历史最低点，历史最低的估值水平。全市场你去看公募基金的仓位，也是全市场基本上没什么人配银行的，公募基金对银行的配置也是在历史最低的 10% 的分位数，那个时候我们觉得市场预期过度悲观，我们认为整个银行的资产质量也好，包括它整个的盈利增速也好，都会超市场的预期，而当时市场完

全没有这种预期在，那我们就配，后来整个银行基本上从去年下半年开始是有一波趋势性的上涨的。

包括今年春节之前，全市场没人看保险，大家关注度很低，公募基金的配置都非常非常的低，春节之前我们比较大的增加了保险板块的配置，所以在今年春节之后，全市场非常惨烈下跌的过程中，我们像银行、保险包括我们所选的一些有业绩支撑的成长类的标的，相对来说还是具备一定的抗风险能力的，所以我们在整个风险释放的时候，其实就是我们刚才说的，每一步，从选股到仓位控制到风控的体系，都是时刻在做风险的应对，当风险来的时候其实我们就会表现相对好一点。

在这样五个选股偏好之下，当前这个时间节点我们对未来整个行业配置如何看。

首先在行业配置方面我们仍然保持了价值和成长并重的思路，价值里面我们认为，像消费包括医药很多前期抱团的这样一些行业板块，虽然最近这段时间跌幅相对来说还是比较大的，但是我们认为仍然没有到真正具备明显安全边际的水平。但是大金融里面，比如像保险和银行，我们觉得仍然是非常明显的的一个价值的洼地。

首先来说一下银行，因为我们从去年 6 月份就有配置，虽然目前配置的比例肯定比去年 6 月份的时候要低，因为我们春节之前提升了保险的仓位，但是银行的整个逻辑我们觉得仍然还是具备持续上行的空间的。为什么这样说？首先从短期走势来看，我们去年 6 月份开始配银行，银行在市场历史估值的最低点，但是从去年 6 月份开始整个银行指数逐渐上行，尤其是在去年的四季度的时候，银行指数涨的还是比较明显的，包括今年以来其实银行整体来看也还行。

从走势上来看，银行并不仅仅是一个防御性的行业，它其实也会有进攻性的一面，其实就像什么呢，我举个例子，比如说茅台，最便宜的时候，我再说一下，今天晚上我们提到的所有的标的都不构成买卖建议，我只是举例一下。比如说白酒行业在 2013 年、2014 年的时候，因为行业出现了利空，三公消费加塑化剂，把行业的估值打得很便宜，核心标的都已经到了个位数的估值水平了。

但是那个时候全市场没人看，而且像白酒行业基本上从 2007 年到 2013 年、2014 年，基本上七年都是振荡市，大家也不认为会有大的上涨，但是你看这么多年下来，后续从 2014 年之后，整个白酒行业其实也呈现出了一个非常快速的上行。

而就整个银行来看，大家这么多年下来一直都觉得可能银行是一个防御性的板块，但是我们的观点是完全不同的，为什么这么说呢，其实从真正大的周期来看，中国银行业整个息差也好，信用风险也好，ROE 也好，我们觉得这三重改善可能共振的时间节点已经出现了。

我们当初 2020 年 6 月份开始配银行的时候，大家很担心，觉得银行资产质量又不好，可能有一些不良没有计提掉，包括银行让利实体经济低 1.5 万亿，那会不会直接侵害银行的实际利润，如果让实际利润 1.5 万亿的话，那银行可能会变成一个低估值的陷阱。

但是我们并不这么认为，从实际情况来看，我们觉得其实这是市场过度悲观的一个体现。包括后续整个银行的财务报表情况，也是在逐渐的反映我们当初的一些判断，比如银行从去年中报开始就超市场预期，三季报继续超市场预期，年报现在很多还都是处于业绩的快报，但是从现在已经披露的业绩快报来看，比如招行、兴业等等一些优秀的银行，其实单四季度的利润增速都能保持在 30% 附近，所以整个银行端的利润表现，其实已经连续几个季度超出市场预期了。

所以说现在大家对于整个银行板块的关注度也好，机构的认可度也好，才逐渐提升起来。但是作为价值发现者，其实这样一个价值发展的过程已经有比较高的复盈了。而我们认为其实这一点还会继续，为什么会这么说呢？整个银行业从 2012 年以来，基本上是经历了接近十年的洗礼，基本面其实不断地在消化以前的一些不良，到目前来看，我们认为整个银行业已经站在了过去十年基本面最好的一个状态。

而从全球市场来看，银行这个行业还是具备长期投资价值的，包括举个例子像巴菲特伯克希尔，除了消费品以外，大金融这个方向一直都是非常重配的方向，我们觉得它是一个长期来看还是不错的一个赛道。

从海外历史来看，这种经历过债务风险释放充分化解了之后，整个银行板块都会出现明显的估值的提升。银行符合什么，我们五个选股要素，低估值，银行属于估值极低，有增长，银行增长不会特别的大，包括像四季度这种单季度 30 的增速肯定是不可持续的，但是我们认为优质的银行股在未来的两年，保持年化 10 几的一个利润增长是非常有可能的。

这十几的利润增长虽然不起眼，但是你去对标一下消费品里面的白酒，其实有很多公司差不多也就是这样一个年化复合增速，所以在这样一个极低估值的背景之下，比较优势还是比较明显的。这是从整个长期来看，一旦这种债务风险的问题化解之后，整个银行板块其实是具备进攻性的。

其次从整个估值的角度来看，目前整个行业，我们 2020 年 6 月份配的时候在历史的最底部，虽然现在略有提高，但是提高的不是很明显，因为过去这半年整个银行业呈现出了一个比较大的分化，就是优质的银行已经开始走向趋势了，而且涨幅是非常明显的。

但是还有很多一般优秀的银行，其实还在一个历史底部徘徊，包括对标一下之前的 A 股，有两轮银行板块比较大的行情，那个时候即使是像工行这种大行，它当时的估值水平都已经修复到 1.2 倍 PB 以上，而目前只有 0.7 几倍的一个 PB 水平，所以我们觉得现在整个银行板块估值上行的空间其实都还是比较大的。

再其次从整个市场认可度来看，随着整个银行板块已经几个季度逐渐的刷新大家对它的认知之后，今年以来它的上涨其实没有像以前那样，比如像 2020 年下半年，涨了一波又回去了，之后慢慢再涨起来。最近这段时间其实随着整个宏观经济的修复，包括政策边际的转变，银行整个上行的机会其实是越来越明显的。

其实我们在做投资的时候，还真的不能是你看准一个行业之后，就无脑的一直去持有，这肯定是不行的。在这个过程当中我们要不断地去跟踪，不论是数据的验证也好，行业的变化也好，都要不断地去深入的跟踪。从最新的一些 2 月份的数据来看，像我们整个 2 月的市容增量大概是 1.7 万亿，存量同比增长了 13%，包括 2 月新增人民币贷款是 1.36 万亿，人民币的贷款余额同比增长了 13%，包括 M2 增速 10%。

从整个信贷数据来看，其实增长是非常超预期的，主要的增长点就是来源于企业的长贷，包括居民的长贷。规模同比增长和结构性的改善，它是呈现出一个并存的态势，所以其实它也从侧面显示出我们整个实体这一块，融资需求的旺盛其实还是相对来说比较超预期的。

如果说站在银行业这个角度来看，展望今年的未来，我们觉得从整个增量上来看，其实宏观杠杆率基本上已经稳定下来了，我们预计可能 2021 年信贷增量基本上和 2020 年差不多能维持一个持平的水平。但是从结构上来看，我们觉得从 3 月份开始，信贷同比的增量将逐步的收敛，这一收敛之后就相当于银行整个议价能力将会提升。其次从增速上来看，我们觉得可能 2021 年全年信贷的增速温和回落，差不多能够维持在 10% 以上。

在这样的一个背景之下，我们觉得其实整个银行是呈现出了一个议价能力提升，贷款利率温和上行，包括我们会对它的整个息差这一块形成一个明显的支撑。那也就是当前的估值水平是具备安全边际的，其次整个行业的改善是非常明显的，而且这么多年大家刻板印象就变成了银行是追求防御的一个板块，可能没有进攻性、没有投资价值，但是这样一个刻板的印象往往会给我们带来非常重大的投资机遇期，这个是对整个银行板块，我们仍然觉得今年银行板块可能还是具备绝对收益和相对收益并存的这样一个行业特征的。

其次大金融方向第二个板块，我们觉得那就更重要了，是保险。我们对整个保险板块的仓位配置，目前处在大金融板块里面比银行还要多一点。整个保险行业我们是在今年春节之前，刚刚进行比较大力度的配置。为什么是这个时间节点？还是符合我们去挖掘价值洼地的投资思路直接相关的。

银行那个时候我们是在底部没人看的时候挖掘，为什么在那个时候挖掘呢？就是在一个情绪面的拐点上，当时大家觉得让利实体经过 1.5 万亿，大家预期非常非常的低，但是我们觉得进来中报也好，三季报也好，都是远超市场预期的，我们觉得这个预期非常明显，相当于它低估值、有增长，低关注、低配置，同时催化就在眼前。那个时候就是情绪面的一个拐点，从极度的悲观到悲观情绪的修复。

包括我们以前配军工也好，包括当时科技股配的半导体也好，都是这样一个捕捉拐点的思路。保险我们认为它的整个拐点就是在今年春节之前，我们对整个保险行业的跟踪其实也跟踪了很长时间了，它确实一直很偏移，但是便宜不是买入的理由，它便宜可能是长期便宜甚至更便宜，包括之前的两年，整个保险行业也没怎么涨，那个时候我们也没有配。

但为什么这个时间节点配了呢？就是它真正迎来了低估值，有安全边际背景之下的行业基本面的向上的开启。为什么这么说呢？首先从整个保险行业的大行业特征来看，我觉得从中长期来看，保险是比银行更好的行业，它还是具备一个比较好的成长性的。

举个例子，比如保险行业在美国包括日本，它都是一个成熟性的行业了，而在中国从保险行业发展的情况来看，其实还在成长期。但是从整个估值水平来看，比如我们 A 股，中国优质的保险公司，其实估值和海外成熟市场的保险公司，比如美国也好日本也好，它整个保险公司的估值水平是相当的，这里面其实是一个明显的洼地了

为什么呢？我们对一个企业的估值，明显就是在成长期的时候，因为它的成长性更好，离天花板还非常的遥远，整个中长期的增速非常的快，那它可以享受一个更高的成长期的估值的溢价。成熟期的时候可能未来的成长性并没有那么高了，所以大家对它一个静态的估值是会逐渐降低的。那你想现在中国的保险公司其实和海外成熟市场的保险公司相比估值差不多的话，相对整个全球的定价来看，其实我们认为中国的保险股是处在一个洼地上的。

其次在安全边际很明显的背景下过去为什么不涨，之前比如保险龙头公司长期来看表现也很不错，上一次表现不错的时候是什么时候，就是 2017 年。2017 年的时候并不是因为那一年白马蓝筹的大年，确实也是行业的背景，行情的背景也配合。但是那一年整个保险行业平均的股价上涨，保险指数大概涨了 80% 以上，核心龙头公司可能都有翻倍以上的年度涨幅。

为什么那年涨那么多？其实它背后的逻辑是非常有支撑的，保险整个的逻辑分为资产端和负债端两端，资产端这一块受益于整个利率的上行，如果利率上行的过程中，保险公司的投资收益、投资回报也会变得更高，所以利率上行对保险公司来说是非常好的一件事情。

其次就是负债端来看，大家买保险的新增保费能够呈现出一个比较高的增长的话，对保险公司也是非常好的一个事情。2017 年是资产端、负债端两端共振向上，同时也是估值在一个历史的洼地上，所以整个保险行业的弹性就非常的明显。

但是从 2017 年以后及 2018、2019、2020 年整个保险行业的逻辑其实并没有特别的顺了，但是这个特征在今年又会发生再一次的共振。我们从去年下半年开始有持续的关注，但是觉得时间节点不合适，为什么选择在春节之前？春节之前很多保险行业的公司出了很多的利空，比如平安遇到了华夏幸福债务违约的问题，太保遇到了减持的问题，使整个保险行业有个阶段性的承压。

在估值已经很低水平之上，又短期急跌了一波，而且情绪面是非常恐慌的，因为本身不涨之后大家信心就会动摇，加上出现一些利空之后，大家就恐慌式的抛售，那一波打得非常低，我们就在那一波下跌的过程中逐渐加起的仓位。为什么加呢？首先中长期逻辑刚才也讲了，我们是中长期比较看好保险这个行业中长期发展趋势的，其次估值在一个历史底部区域，再其次我们比较喜欢的捕捉行业的拐点，其实就在当前这个时候。

一、短期情绪面恐慌非常严重，二、能够看得到的接下来比如一个季度，会有一连串的行业利好因素，你能够预判出来它一定会出来的，首先情绪面到了谷底之后我们能看到什么呢？因为那个时候已经2月了，我们通过调研也可以感受到，整个1月份行业在新增保费这个点上，其实呈现出了非常好的态势，因为今年整个保险行业开门红做得还是非常不错的。

比如平安等等一些公司，1月份如果单看新增保费的成长性，大概整个增速都有30%附近，包括现在2月份数据也出来了，前两个月累积下来也有增长20%多的新增保费的增长，这是其一。

其二就是在春节之前，大家已经开始担忧今年无风险利率可能要开始上行，包括市场下跌也和这个因素有关系，大家担心无风险利率上行之后，对这种高估值的板块会形成一个估值的压力。但是其实利率上行对整个保险板块来说，它的整个资产端是呈现出一个非常好的利好的态势的。

所以我们A股下跌的很多诱因，对保险行业来说都是一个向上利好的催化，所以当时能够看到后面银行资产端、负债端都会呈现出一个全面改善的态势，安全边际又非常的明显，情绪面又在一个短期的拐点上，我们认为是减了很多，比如一些短期涨幅较大的一些银行板块的标的，包括减了一些像军工板块的一些高估值的品种也好，包括新能源、光伏有一些高估值的品种我们也进行了一定程度的减仓，春节之前比较大力度的提升了保险的仓位。

所以春节之后我们为什么整个产品净值回撤幅度非常非常小，就是因为行业板块配置方面及时的捕捉到了这样一个行业的拐点。一我们也进行了一些仓位的控制，二这些我们所配的板块，呈现出了一个非常好的抗风险能力，之后我们的整个业绩就非常的平稳。后续对整个保险这个行业来看，我们仍然是呈现出一个继续看好的态势，这是对整个保险行业。

也就是说军工目前其实在整个性价比这一块还是非常凸显的，30倍这个估值，即使往下有回调的空间，但是回调的空间都非常的有限。我们觉得像这种，比如放眼全球市场，长期好赛道、高壁垒性的行业、高技术门槛的行业，未来三五年复合增速三五十，你很难给一个25倍的估值吧？即使是给这么低的一个25倍的估值的话，也就是30到25倍，这样一个极限的回调，那回调的幅度也是有限的，而这一点这个可回调的空间是可以通过企业盈利端的增长，去把这个估值可回调的空间覆盖掉的。

所以我们认为当前整个军工行业来看，仍然处在一个既有决定收益，又有相对收益的这样一个态势上，我们认为其实你只要拉一个不用说过长时间，从中期的角度来看，毕竟整个企业的价格和价值长期来看是相统一的，所以我们觉得对成长类里面，军工类的行业仍然是呈现出一个持续看好的状态。

除了军工这个行业之外，我们觉得今年还有非常重要的一个方向是什么呢，抛开行业不谈，就单看成长类这个方向，我们认为很多非抱团的低估值，这种优质的成长性公司会迎来非常好的机遇期。因为市场的风格就是几年一轮换，像我们也经历过刚开始成

长股的牛市，之后从 2013 年到 2015 年，成长股一波牛市也是波澜壮阔的，但是涨过了之后要歇个好多年。

之后 2016 年又起来一波白马蓝筹类比较核心资产的牛市，在这一波市场行情的上行过程中，大家到最后其实情绪演绎的非常极致，都去拥抱这种抱团的标的，但是这个市场中并不是只有抱团的标的才有投资机会，我们可以看到从过去十年这个维度来看，比如美股这种成熟市场，像罗素 2000 这种指数，它其实成分股中常年是有占比 30% 以上的标的能够跑赢标普 500 指数的。

所以成长股里面仍然是有非常多的投资机遇，而且甚至是有超额收益创造能力的，包括我们还统计可以看到，罗素 2000 这种指数成分中，上市时间超过三年的标的里面，三年累计收益跑赢标普 500 指数的占比超过 40%，其实这个比例就很高了。包括连续三年保赢的占比，那也能够达到接近 10%。

所以这一点回到我们整个 A 股未来的投资来看，尽管我们现在的 A 股已经走向了一个机构化、价值化的道路，过去那种炒作的风格，以小为美去炒概念这种市场风格肯定是一去不复返了，但是未来很长一段时间内，我们觉得大家做投资都是会回到基本面这样一个研究思路上的。

龙头这种跑赢可能是未来很长时间的一个常态，但并不意味着这种成长性的公司是完全没有机会的，而这一点整个市场的情绪演绎是非常极致的。这就有点像我们在 2018 年的时候，之所以能够做出非常不错的正收益，是因为全市场都在拥抱消费品，拥抱白马蓝筹，我们那个时候是挖掘到了科技股成长的第一波半导体的机会，而这一点其实站在当下我们觉得，有大批量的各个行业可能都会有一些这样的情境，就是这种优质的成长性的公司，在过去两三年因为风格的因素被市场抛弃了，目前可能估值也很便宜，未来的成长性可能也非常的不错，那我们觉得这一类的公司可能会迎来比较好的一个配置的机遇期，甚至有可能未来一两年，超额收益的来源可能会主要来源于这样的一些方向。

这几点是我们对于整个接下来配置资产这边行业配置，包括整个市场观念方面我们的一些所思所想。今天我们在整个线上交流的环节差不多也就这样的一些内容，之后因为雪球我现在是登录的我们线上的一个路演的平台，可能看不到提问的环节在哪里。我看一下我们在整个腾讯会议这端如果大家有问题，我们可以开放三个问题，和大家简单的进行一下回复。

互动问答

Q1.如何看待今年国防开支未超预期对军工板块的影响。

国防开支我觉得目前还处在一个符合市场预期状态，其实大家不要总是预期国防开支要超预期，军工板块才有机会。因为今年整个国防开支相对去年来说还是有所提升的，这个增幅首先是有的。其次国防开支，比如保持 7% 附近的话，它的意义还是非常长远的，它意味着什么呢？首先我们部队还在裁军，包括整个的武器装备这一块还在调结构。

其实国防开支在过去这么多年，整体来看都处在一个相对来说没有像行业，尤其那些细分赛道能够保持三五十这样的复合增速。这里面首先毕竟国防开支这个事情是公开披露的，还是要进行一些数据方面的保留。但是你看从整个上市公司的业绩端来看，实际的从上市公司整个表现情况来看，其实他们整个的业绩增长是非常快速的，包括我刚才也说了，不光是刚刚过去的 2020 年，整个军工行业上市公司全行业的利润增速都很高，往前再回溯个一两年的话，都是保持一个非常好的增长。

比如说有一个比较明显的例子是什么，你看一些零部件的公司，比如像中航光电这种公司，也不是推荐，就是这种做零部件的公司是非常好的反映出了整个全行业的一个增长，因为零部件的公司可能是给军工航空装备供零部件，给陆地装备，给海军装备，各类行业都会参与得到。

但是从整个零部件公司的增速来看，就非常的明显，过去这么多年复合增速一直都很好，所以它客观的也从侧面验证了整个军工行业的景气度。

Q2.有一个朋友问我们具体的产品，整个最近这段时间的一个表现。

因为今天是线上公开的路演，可能有一些客户参与的朋友是非合格投资者，所以说从整个净值展示这一块我们就把它隐去了，明天我们应该会出一个数据，就是春节以来我们每一个产品的收益情况。从目前预估的情况来看，春节以来现在整体只有非常微小的一个回撤，甚至部分产品可能还没有回撤，所以整体来看在市场下跌的过程中，我们整个抗风险的能力是取得了非常好的表现。

Q3.军工应该关注主机厂还是零部件端。

我们更关注的是零部件。为什么这么说呢，从整个主机厂来看行业的景气度很高，但是主机厂在利润释放这个环节来看，在过去这么多年始终是有问题的，而且主机厂因为市场关注度很高，估值水平相对来说还是比较贵的，但是我们认为可能零部件的公司机会更大。

为什么这么说，比如以我们看好的航发产业类的公司为例，像航空发动机这个赛道我们觉得是全球制造业皇冠上的明珠，在未来三到五年，因为我们现在自己的涡扇 10，涡扇 20 已经完成了技术的突破，未来比如说在列装的过程中，我们整个航发产业链，三五年复合增速四五十的增长，我们觉得确定性是很高的。

不光是航发主机厂保持很高的增长，这个航空发动机要想真正的放量的话，你下游的每一个零部件环节都要保持高增长的，但是这种零部件的公司其实有一些公司估值水平还是很便宜的，有可能现在 30 倍附近的零部件的公司都能找得到一些了，你想 30 倍附近的零部件公司，它未来一样是伴随整个航发产业链的成长而共同成长，增速其实和主机厂是相似的，但是就估值水平来看其实是差异很大的，所以我们觉得可能零部件这个方向来看，还是比较好的一个选择，它可能在整个性价比方面会更好一点。

Q4.是否预期美联储加息导致全球市场泡沫破解的风险。

我们是这么认为的，首先大家最近比较担心像包括美国十年期利率的上行，会不会对整个市场形成一个比较强的估值方面的压制，这一点从复盘历史来看它并不是绝对的，

包括大家如果感兴趣的话,可以去看一下我们磐耀资产自己的微信公众号,我们上个周末的周评是单独讲了一下美国十年期国债利率上行对整个资本市场的影响,那里面会拆得比较细一点,大家感兴趣也可以看一下,当然也欢迎关注我们的磐耀资产微信公众号。我们后续在行业配置也好,包括市场观念也好,在公众号上都会做一个比较及时的披露。

Q5.十年期美债收益率上行,对权益资产形成压力。

这个我们觉得它确实是会对短期之前这种抱团的品种,因为估值水平过贵,过贵的品种它会形成一些压力。但是它对于整个大行情的一些影响,我们觉得其实并不一定会对整体大盘产生系统性的风险。

Q6.军工行业的成长性能否抵御流动性以及边际收缩导致的估值回调。

这里面也是拆分来看的,就像我刚才说过,包括我们去对行业的配置也好,对具体公司的配置也好,其实我们并不是一味地去死拿的。像我们春节之前配的保险这个行业,其实我们是减了一些高位的银行股,包括军工里面大家有问的一些主机厂,这样一些高估值的品种,我们在春节之前减掉了一些仓位的。

我们觉得确实是比如说像军工板块这种高估值的品种,可能也很难抵御这种流动性边际收缩导致的估值的回调。但是凡事有两面性,高位的高估值的品种确实是会受到一个明显的压力,但是我们把这种高位的标的减掉之后,对一些底部的品种,尤其是低估值高成长,之后大家预期差又比较大,未来确定性比较强的这样一些品种我们是持续看好的。

我们认为这些低估值的一些洼地的细分方向,可能会成为大家避险情绪之下,新一次去抱团的一个新的方向。在具备安全边际的基础上,它其实是不用特别的担忧比如说流动性的收缩导致的一个估值的回调。

Q7.磐耀的整个规模。

关于整个规模的问题,其实我们是这么认为的,我们目前的管理规模还远远没有到我们容量的上限的,因为比如在做行业配置的时候,我们是始终强调要做行业方面的分散,其次就是具体公司方面我们又会做第二次的分散。

行业公司分散、具体公司分散,包括我们配的板块里面是价值成长并重的这样一个思路,我们的策略包括风格特征来看,理论上讲它的整个策略容量是比较大的,并不仅仅就是目前这几十亿的规模就会触及到上限,所以目前距离我们的策略容量上限还是比较远的。

Q8. 军工细分行业里面导弹产业链怎么看,预计业绩兑现跟航发板块有一比吗?

我们是这样认为的,军工细分行业里面我们最看好的是航发产业链,导弹产业链是我们第二看好的,我们觉得确实是在整个行业景气度方面来看确实还是比较突出的。因为导弹相当于是军工行业里面的一个消费品,尤其是像最近这几年整个行业的增速也是非常快的,所以我们也是比较喜欢的。

Q9. 让介绍一下磐耀的投研团队

整个我们的投研团队来看，目前投研人员的数量已经有接近 10 位了，每个人负责一个行业的长期深度的研究，我们是希望每一个投研人员最好是有一些实业方面从业的经历，对整个二级市场的投资来看也要有过去几年的研究经历。

我们整个投研的特征是什么呢，我们非常强调研究的专注度，首先要有专业的背景，要有研究的经历，同时在磐耀这边的工作来看，其实我们始终不要求研究员在研究数量方面有多高的要求，我们是希望你能够真正聚焦在优秀的细分行业，优秀的公司上做长期深度的研究。

比如我们和卖方，包括很多别的买方相比，我们的特征在于什么，比如现在我们公司发展第七年，但是在过去比如一个投研人员在公司呆个三五年这样一个历程中来看，其实对于每一个行业的研究，我们只要求你覆盖不要太多的公司，你可能三五年的时间就只看五到十个公司都是可以的。

那你相当于是用了这么长时间的精力，只覆盖在这么几个标的上的话，那你就会有足够的时间和精力去做行业的深度调研，你去做上下游产业链的研究，不断的做数据的证伪，通过这样一个细致深入的研究，才能在真正行业出现一些拐点的时候，能够敏感的捕捉到，唯有如此研究才真正具备一定的价值。

这个是在整个研究端方面的一个体现，而并不是说比较贪多，比如我们要做行业大面积的覆盖，包括研究员要对行业里面每个公司都特别的熟悉，我们觉得这个其实并不是特别的好，因为比如说像很多买方卖方，可能每一个行业研究员数量也不多，但是要做行业大面积的覆盖，可能还要干很多别的事情，你想一个研究员每年在一个公司上所花的时间和精力都是非常有限的嘛。

既然我们在做研究的时候是遵循安全边际这样一个唯一的原则，捕捉到真实的安全边际其实是非常重要的，这一点一定是要花很多的时间精力才能够提高你的准确率的，大概是这样的一个情况。

6、消费行业投资的安全边际

作者：@非完全进化体

发表时间：2021-03-24

上周在雪球进行了直播《消费行业投资的安全边际》，本文为文字版总结，并对一些遗漏细节进行了补充和完善。尽管已提炼要点，信息量仍比较大。但作为一套可以直接应用于投资实践的相对完整的体系，每一部分又都是十分重要的。

本文为基金产品 \$牛顿定律(P000484)\$ 三年总结《消费行业投资的变与不变》一文的延展，鉴于设置了合格投资人可见，对其中部分核心内容再次进行了提炼与总结。

文章共分为五部分：

一、投资成长公司是否需要安全边际？ 二、构建成长公司安全边际的核心要素； 三、从市场维度理解安全边际； 四、基于安全边际的投资实践； 五、消费行业投资的安全边际。

一、投资成长公司是否需要安全边际？

1、人类的认知与预测能力是有限的

回顾历史，不论当时人类对未来的预测看起来多么严谨、可靠，其结果经常是错误百出的。人类非常容易高估自身的预测能力。即便是如今受到市场广泛共识具有广阔前景的公司，也可能忽略了某些隐性因素、逻辑或出现意外而集体犯错。对于个体判断而言更是如此。安全边际可以确保在预测错误时，将投资损失控制在有限范围内。

2、安全边际是超额收益的重要来源

安全边际不仅是的保护，也经常意味着市场悲观或误解下的显著低估。成为我们获得超额投资收益的重要来源。

从投资实践角度，我们可以基于安全边际加大仓位。而对于一家缺少安全边际保护的公司，即便大跌导致了明显低估，也难以重仓，反而会对投资者的认知与心态形成很大考验。

3、安全边际不需要对未来精确预测

DCF 估值模型十分依赖对远期现金流的预测，对增长率、折现率参数高度敏感。基于安全边际的估值思维不依赖于对长期的精确预测，中短期与长期的容错率都更高。

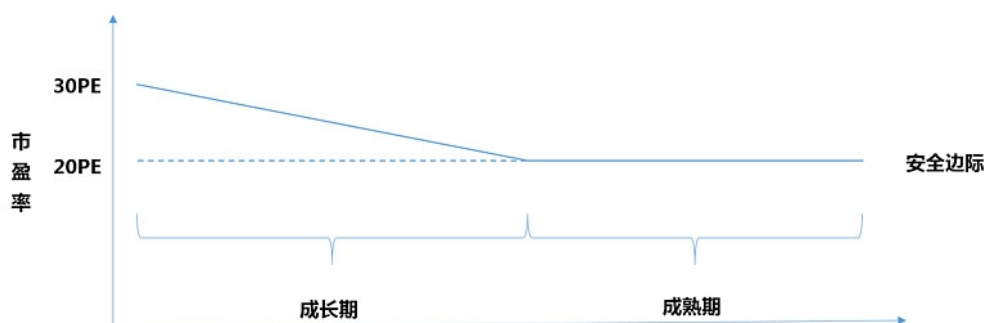
二、构建成长公司安全边际的核心要素

相比于格雷厄姆、施洛斯式传统价值投资模式以公司清算价值为核心，用 PB、净运营资产等指标，构建投资的安全边际。一家具备永续经营能力的公司，能够持续产生现金流回报，其长期安全边际应为其进入成熟期之后的市值或估值水平。

现代以科技、信息、商誉与知识等无形资产为发展重心和方向的商业环境，以及资本市场的愈加高效，也决定了前者的适度范围与适用性越来越弱，后者则成为了长牛股的重要特征。

反过来想：如果我们投资并持有一家公司足够长时间，而这家公司不具备足够强的永续经营能力，那么我们投资的安全边际又在哪？

综上，我们可以将永续经营能力视为一家公司在时间维度的安全边际。



此处需要强调的是：（1）我们所讲的永续经营能力是一种对商业模式与公司垄断力系统分析后判断，这种判断只能大概率正确，不存在绝对的永续经营概念。（2）我们所讲安全边际，并不意味着股票价格不会跌到安全边际之下。更多是基于正常市场、公司经营状态下的企业内在价值而言。公司处于成长期，估值水平应当在此之上。

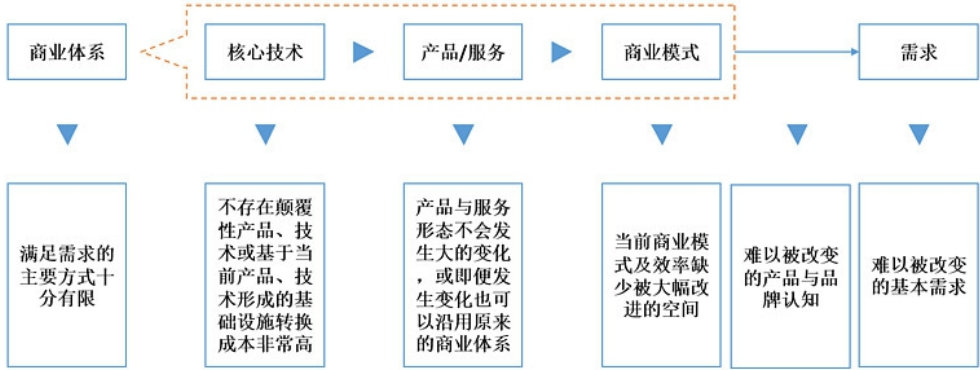
现实中，面对难以预料的环境变化与激烈的行业竞争，一家公司想要具备永续经营能力远没有那么容易，需要具备以下核心要素：

1、需求/商业模式永续

本节与下节内容在我的置顶文章《消费行业投资的变与不变》中均进行过系统阐述，此处对其要点进行总结。

价值投资者经常谈论“垄断”与“护城河”，容易忽视“垄断力”与“护城河”的前置条件是需求和商业模式的永续性（《巴菲特的护城河》一书中的不少案例均忽视了此因素，导致最终被颠覆）。

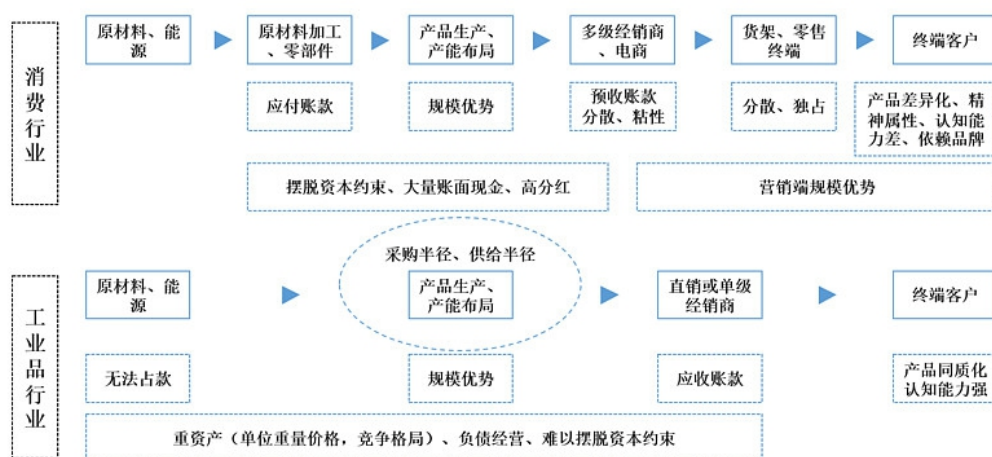
需求稳定是商业模式稳定的前提，而只有商业模式稳定，一家企业才能够构建稳定的竞争优势与护城河。其核心要素如下图所示：



2、垄断力/竞争优势与壁垒

可持续的垄断力/竞争优势与壁垒是一家公司永续经营的必要因素，否则无法保证不会在持续的行业竞争中被侵蚀。

以消费品行业与传统制造业为例，《消费行业投资的变与不变》一文基于产业链结构详细阐述了消费行业竞争优势与超额收益的来源。（读过文章的可以跳过此节）。



消费品龙头公司的长期竞争优势与超额收益主要源于以下方面：

1、消费品公司上游通常为原材料加工与零部件供应商（大多为中小厂商），下游为经销商与个人，消费品龙头公司在产业链中处于核心地位，可充分享有上下游占款；大多数工业品公司上下游通常为一些大中型公司，上游占款能力弱，下游经常产生大量应收账款。两者对资本的利用能力存在显著差异。

2、工业品通常产品单位重量价值低，同样的产值通常需要更大型的设备与更大面积的工厂投入；消费品具有更多加工属性，产品单位重量价值高，资产相对工业品较轻。1和2均决定了工业品公司难以摆脱资本的约束，经常需要负债经营，利润需要进行大量再投入。而很多消费品龙头公司基于上述两点可在很大程度摆脱资本的约束，形成大量账面现金，并持续高分红。

3、由于中国地域广阔，市场需求巨大，基于全国性的营销投入，消费品公司在渠道与销售端可形成显著的规模优势。工业品公司通常不具备，而同样因为市场巨大，生产端的规模优势反而更容易被竞争对手达成。工业品公司更多通过对上游资源的把控，基于采购半径与市场供给半径，形成区域性的基地竞争优势。

4、消费品公司通过长期拓展、合作及利益绑定等方式，可以与广大的经销商及零售端形成较强的黏性。尤其是在零售端进行货架与稀缺点位进行一定程度的独占（后进入者需要耗费更多的时间和资源）。这些优势与壁垒工业品通常是不具备的。

5、消费品通常能够形成一定差异化，作为个人消费者，认知能力差或成本高、会不同程度依赖品牌进行消费选择，部分品牌消费品可被赋予精神、文化及社交属性，能够形成较高品牌溢价；工业品相对同质化，客户为公司，认知能力强、认知成本可被规模化采购均摊，工业品主要满足物理、化学等功能性需求，难以形成品牌溢价。

6、一些消费品可以通过多种方式不断提升产品价值与价格，典型如白酒、调味品、美容个护以及部分家电和家居产品等；大多数工业品，如大宗化学制品、金属制品以及建材等，其产品价格通常锚定于制造成本，难以被持续有效提升（科技属性强的除外）。

7、最后很重要的一个方面是：由于高负债、重资产、产品同质化、上下游缺乏溢价能力，再考虑到与经济关联度更高的周期属性，很多工业品行业难以形成良好的竞争格局，尤其是在行业周期低谷时，容易形成恶性竞争。即便作为行业中具有竞争优势的龙头公司，在行业低谷时很可能也是利润微薄。而对于一些消费品行业的龙头公司，在经济不景气时，收入影响不大，同时还能够保持继续保持较高的盈利能力。

以上均决定了：工业品的龙头的竞争优势通常是有限度的，难以摆脱资本约束，需负债经营，这都压制了 ROE 的上限，并制约了持续分红能力。而对于一些消费品龙头公司，能够形成显著的竞争优势，同时在很大程度上摆脱了资本约束，形成很高的 ROE 水平。如果再同时拥有广阔的市场需求与长期提升价值/价格的能力，投资拥有上述特征的消费品龙头公司便能够获得超越大多数行业、公司的长期超额收益。

3、抗通胀能力

抗通胀能力容易被忽略，却是构建永续经营能力必不可少的一环。一家公司的商业模式如果不能抗通胀，则意味着相对于与经济增长与货币购买力，其价值长期会被不断侵蚀。

本文中对于抗通胀的定义为：公司产品/服务的价值/价格长期可伴随经济增长而增长。构建抗通胀的核心要素有：

1、产品/服务需求不会减少。多数行业进入成熟期后产品/服务的需求量难以保持持续增长，但应当确保不会显著减少。

2、产品/服务具备稀缺性。具备稀缺性的产品/服务，伴随客户购买力整体不断提升，价格几乎必然随之上涨。

3、产品/服务价值存在很大提升空间。绝大多数公司产品/服务难以具备稀缺性，但可以通过不断提升产品/服务本身的价值来实现持续增长。

通过观察与经验不难发现：电子产品的价格趋势通常是下降的，大众定位的家电产品的价格长期变化也不大，传统基建产业链原材料多年未涨，愿意购买更高价格、品质更好调味品与家居产品的消费者越来越多，奢侈品与高端白酒的价格则是逐年上涨。以上现象涉及到科学技术含量、产业效率提升、消费者需求/产品价值提升、产品稀缺性等多种因素的影响。限于篇幅，此处不再展开。

4、产品/服务成本不会被大幅改善。参考上一项所举案例，如果某项产品生产制造或全产业链成本被大幅改善，在市场竞争下，其价格几乎必然随之下滑，所带来的销量增长经常难以有效弥补。常见于科学技术属性强的产品。反过来，如果是透支终端消费能力的成本大幅上涨，而产品的必要性不足，也会对销量产生较大影响。不影响销量与盈利能力的价格持续上涨是最好的情形。

5、企业主要有形/无形资产伴随时间升值而不是贬值。从资产端来看，核心专利、生产设备、存货容易贬值的商业模式，企业需要不断将盈利进行再投入。而拥有稀缺性资产的公司或商业模式，其资产价格可伴随经济发展不断上升，同时大部分盈利还可以

拿来进行分红。后者的抗通胀能力明显要优于前者。（本质上，资产价值取决于其能够带来的回报）

三、从市场维度理解安全边际

在市场维度理解安全边际，可以帮助我们控制风险，优化仓位配置。

1、低估值并不意味着安全

公司治理/永续经营能力存疑的公司很难寻找到估值下限，在市场悲观情绪与流动性匮乏下可能会持续下探。10 倍 PE 也可能跌到 5 倍。

2、不存在被进一步负面展望的空间

正面展望不扎实或负面因素难以证否的公司股价容易出现“过度”下跌，原因在于上述不确定性拉大了估值的区间。而即使估值不低，如 25-30 倍 PE，公司经营状态健康、稳健，可被负面展望的因素非常有限，也会成为市场维度下的安全边际。

3、确定性成长是最大的安全边际

从公司内在价值角度，长期成长的复利使我们可以忽略估值的 20%-30%波动。而公司确定性成长的充分展现，也很容易击散中短期市场的悲观情绪。

四、基于安全边际的投资实践

此部分内容需要强调：适当的量化更多是投资策略具体执行的需求，不同的公司，不同的认知，不同策略和仓位，实践标准可以相差较大。大家应更多关注其背后的基本逻辑。

1、尽可能在 1.5 倍安全边际以内进行投资

1 倍-1.25 倍安全边际（假设一家公司进入成熟期后的估值中枢为 20 倍 PE，1.25 倍安全边际即为 25 倍 PE）经常构成优秀成长公司最佳的投资区间，在满足整体仓位适度分散要求下仓位应加到位，超过 1.5 倍安全边际时应考虑控制/降低仓位。这通常意味着安全性与预期收益率的双降。

1 倍-1.25 倍安全边际区间通常意味着：（1）在正常市场与公司经营状态下，通过 1 年左右的业绩成长即可“确保”不亏损（假设一年后公司即进入成熟期）；（2）如果公司仍能够保持成长性，安全边际回归至合理估值中枢可实现 50%左右的超额收益，叠加公司自身成长，假设 1-2 年公司估值恢复，预期年化收益率约在 40-80%；（3）安全边际附近，公司股价下跌空间有限。即便在偏极端市场环境下跌破此估值水平，通常也难以持续。极端市场环境并不常出现，此时投资的预期收益显著高于继续等待的预期收益；

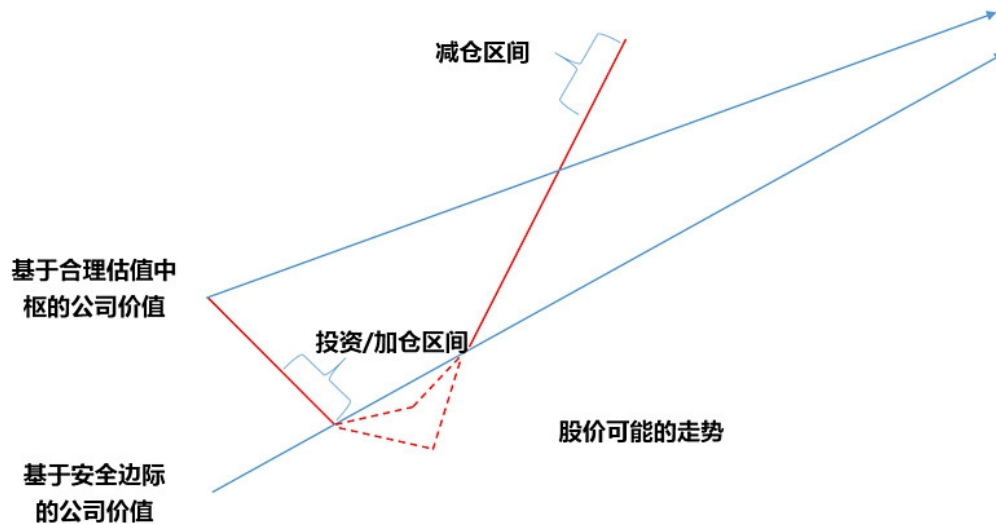
对于强垄断力公司应放宽相应标准，对于具有一定盈利周期性的公司应更为谨慎。逻辑均不难理解，此处不再展开讨论。

2、对于能够实现/展现确定性成长的公司，在安全边际附近可适当重仓

正如前文所讲：确定性成长的展现是最大的安全边际。在仓位配置上，有足够安全边际的 50%预期收益，优于缺少足够安全边际的 100%预期收益。此处进一步诠释了“安全边际是超额收益的重要来源”的意义。

3、对于增长存在一定不确定性的公司，基于安全边际分散配置

安全边际附近天然高赔率，在主观分析和判断上应该尽可能确保公司反转/增长较大概率能够实现。即便部分公司未能实现预期，整体也能够获得满意的投资收益。



五、消费行业投资的安全边际

此部分基于上述分析框架，进一步阐述消费行业永续经营能力的核心分析模型及一些潜在投资机会。

1、消费行业投资，什么才是真正的“刚需”？

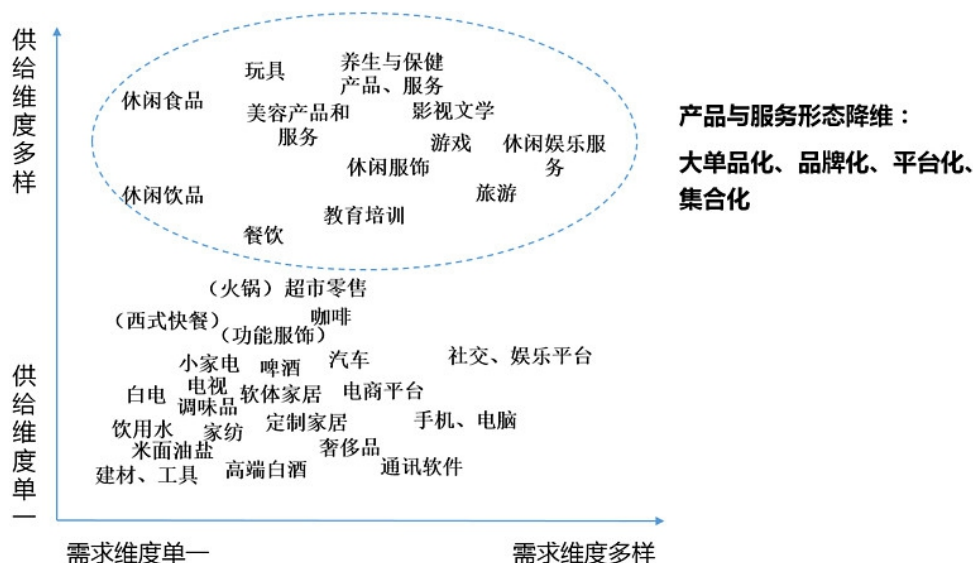
一直以来，对于消费行业的研究与投资，经常推崇或强调产品的“刚需”与“快消品”属性。这与个人的认知与理解存在较大差异：对于投资而言，核心是要把握对产品/服务需求必然性与不可替代性。而不在于它是否是基本需求或高频消费需求，这并不能确保对于一种产品的需求不会消失或者不会被替代。

经济一旦向前发展，几乎很难会出现倒退。如果某种产品在经济发展到某个阶段必然会成为某一类人群的需求，且难以被替代，那么它便具备了“永续性”，而不用管它是否是满足人们基本需求的“刚需”。最典型的例子是奢侈品与高端白酒。

相反，一些食品品类或服饰品类是在满足人类最基本的需求，然而随着经济的发展或消费习惯的变迁，他们的需求很可能会大幅减少。比如，随着经济发展，各个国家人均食盐的消费量长期会呈现下降趋势。

2、供给-需求维度矩阵

对于某种产品是否容易被替代，基于本人长期投资实践与思考，构建出供给-需求维度矩阵分析模型（置顶文章中有过详细阐述）：



纵坐标的内涵是：同一种或一类需求的满足或供给方式是单一的还是多样的。

横坐标的内涵是：同一种或一类产品/服务满足的需求是单一的还是多样的。

举最典型的例子，正餐外的口腹之欲可以由上百种休闲食品或休闲饮品来满足，即相对单一的需求可由多种供给方式来满足。由于食量的制约，不同的供给方式之间形成竞争与替代关系。

我们选择出去旅游，会源于多种初始的需求，并会考虑诸多不同的因素，最终的感受也是丰富与多维的。即需求维度多样，满足的方式同样多样。类似的还有各种休闲娱乐活动、电影与游戏，美容服务与养生方式等。

对于米面油盐、建材、家电、家居、调味品等产品，所满足的需求通常相对单一和明确，能够替代的产品也并不多。比如空调就是满足制冷需求的最核心产品，水管与龙头就是供水，床垫就是用来睡觉。事实上，各种拥有社交符号属性的产品和品牌，必然也是有限的，满足的需求也很明确。典型如高端白酒与奢侈品服饰。

而供给维度单一，需求维度多样的通常是平台型产品、服务，手机及手机系统、通讯平台、电商平台、休闲和娱乐平台等。

不难看出：需求维度多样与供给维度多样两者具备一定正相关，而具备上述特征的产品、服务，通常种类要更加丰富，其商业形态也更加多样与多变，不同产品、服务之间的竞争也更加多元。比如说，喝一杯咖啡这种看似简单的需求，可以通过七八种不同的产品及商业模式来实现。相比之下，可乐这种产品就要简单许多。

越接近“单一方式满足单一需求”的产品、服务，其产品形态与商业体系通常就更加稳固，更有利于优秀公司建立其竞争优势与护城河，即更接近于我们对于公司永续经营能力的要求。历史上很多消费行业的长牛股也更多诞生于矩阵的这个区域之中。

在矩阵上方，更多是通过产品与服务形态的“降维”来构建稳定的商业模式，常见的有：大单品化、品牌化、平台化、集合（零售）化。

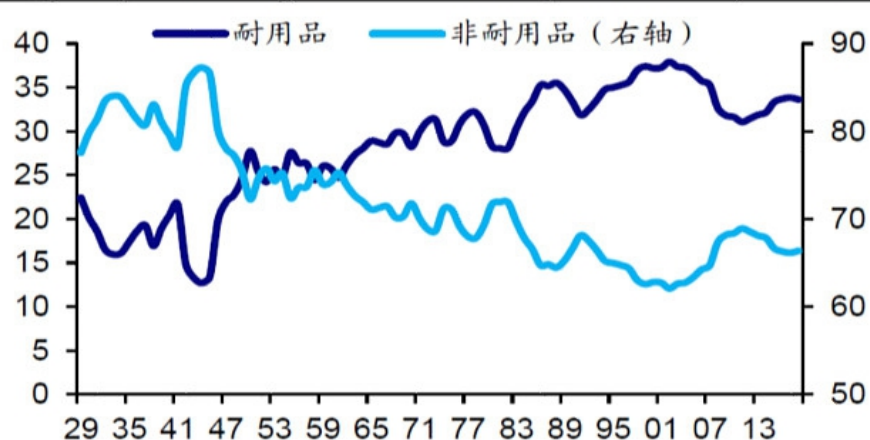
比如，在服饰行业中，弱化设计，强调功能属性的细分品类如运动鞋、户外服饰、羽绒服等，更容易形成稳定的商业模式与竞争优势。在餐饮行业中，基于成瘾性的大单品，火锅类头部公司经营稳固，不断扩张。喜茶也逐步建立了高端茶饮的品牌认知。

在上述领域发达国家更是成长出了一批品牌、平台和零售型公司，如 LV、宝洁、优衣库、星巴克、家得宝等等。

3、被低估的耐用品/可选消费

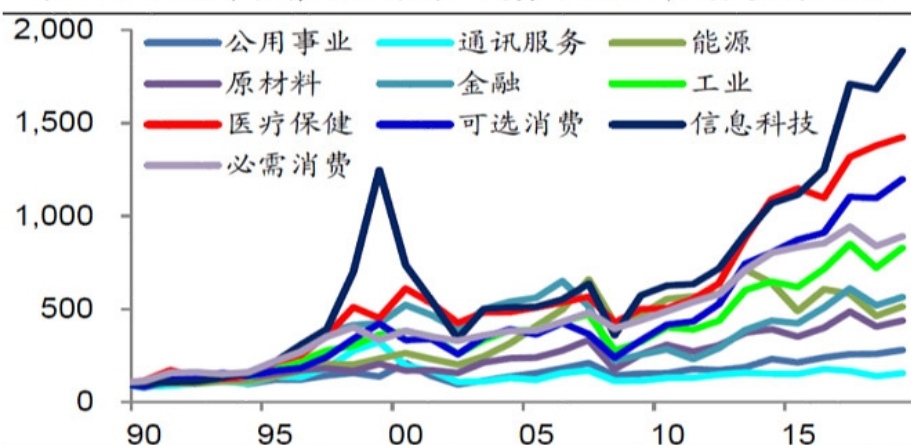
从上文论述和案例中不难发现，许多长牛股均出自耐用品/可选消费领域。从发达国家资本市场相关行业数据和指数也可以看出，在经济发展后半段，耐用品/可选消费的成长性和收益率要优于快消品/必选消费。

图5 美国商品消费中耐用品和非耐用品消费占比变化（%）



资料来源：WIND，海通证券研究所

图31 过去 30 年标普 500 分行业走势（1990 年底收盘价=100）



资料来源：Wind，海通证券研究所

从最新估值情况来看，在大消费行业中，食品加工与饮料制造行业估值水平处在历史高位。而装修装饰、零售、餐饮、服装家纺、家用轻工等多个行业仍处在历史平均水平之下。而在这些行业中，基于本文的投研框架与模型，仍可发现不少具备安全边际，未来有潜力成长为大公司的优秀公司。

证券名称	市盈率PE中位值（最新年报）	市净率PB百分位
装修装饰Ⅱ(申万)	23.5491	0.0337
专业零售(申万)	18.5417	0.0537
一般零售(申万)	23.1933	0.0742
餐饮Ⅱ(申万)	45.8140	0.1441
服装家纺(申万)	29.6813	0.2411
景点(申万)	32.3981	0.2661
家用轻工(申万)	30.2984	0.4636
酒店Ⅱ(申万)	42.5263	0.4856
白色家电(申万)	28.4410	0.7668
食品加工(申万)	48.2684	0.9232
饮料制造(申万)	46.0953	0.9564

7、价值恒久远，投资永流传

作者：@明资道

发表时间：2021-03-22

精彩观点：

1、中国的政策依然会强力控制房地产价格，大力发展股票市场直接融资，引导储蓄资金流向股票市场。

2、如果你看好股权投资资产，看好中国的发展，从整个股权资产配置来说，我觉得现在股票的资产配置价值是所有大类资产里最好的。

3、明资道基金没有所谓的季度投资策略，我们的投资策略一贯不变，既不会预测股票市场的走势点位，也不会做大幅度的调仓和板块轮动。

4、（购买基金）你要考虑业绩年限、稳定性、持仓集中度、组合内容和板块、换手率、仓位和杠杆，如果理解了这些因素，或者咨询过基金公司之后，那你可以做一个评估，看它的风险调整后回报是不是可比的，它有没有可持续性和稳定性。

5、基金投资成功的另外三点：认知基金投资的风险、选择匹配的基金、做基金合伙人而不是做客户。

6、价值投资就是以显著的折扣价买入内在价值不断增值的股权资产，这里有三个要点：（1）显著的折扣价（2）内在价值不断增值（3）资产。

7、明资道基金的投资理念和方法：（1）价值投资（2）长期投资（3）安全投资。

以下为路演实录内容：

感谢雪球提供这个机会可以给大家做一个基金路演。说是路演，其实更多是可以分享一下过去四年，因为很快下个月 12 号不知不觉基金就已经成立四年了，趁这个机会跟大家分享一下过去四年用价值投资的方法管理明资道基金的一些体会和对基金投资的观察、感悟，也趁这个机会分享一下对目前调整行情的看法，包括下一步投资的想法。

风险提示，归根到底就是大家要独立思考，投资有风险，不管是基金还是股票投资都有风险，需要大家谨慎判断。

今天讨论的主要是三个内容：

- 1、春季行情审视。
- 2、基金投资成功之道。
- 3、明资道基金简介。

这是沪深 300 的走势图，年初时可以说是牛市开局，连涨五六天，大家都一片欢呼声，但没想到 2 月 18 日摸到 5900 点之后，过去一个月就掉头往下，最低去到了 4900 点，基本上 13 个交易日就下跌了 1000 点，调整了大概 17%，这也算是比较大幅度的调整，但对我们经过好几次牛熊转换的投资者来说，其实这并不算太大幅度的调整，但因为比较快的速度，大家都比较担心。

很多人立马会想到两个问题：1、会不会变成熊市/股灾？还会不会继续往下走？2、还有牛市吗？尤其前段时间很多基金募集火热，大家都生怕踏空，都赶着往里冲，转眼从牛市变成了熊市。

我首先跟大家分享一下，这是我在 2021 年 1 月初写的《明资道基金合伙人投资通讯》里对 2021 年投资展望的其中两点，我给大家放在这里：

1、中国的政策依然会强力控制房地产价格，大力发展股票市场直接融资，引导储蓄资金流向股票市场。但我也说了，全面泡沫化的大牛市其实是有悖于政策意图的，因为如果股市过热，政策干预的可能性就会很大，同时经济和公司的基本面也是不支持大牛市的，所以这是第一点当时的判断。

2、在板块和行业股票走势估值都极端分化的情况之下，一旦抱团机构出现大幅度调整和轮动，市场的行情就可能出现比较大的波动，短时间会影响到我们基金的持股组合和净值。在我们看来一年 10%左右的波动其实是很正常的，我们也希望大家把这个回撤作为好的投资机会，而不是风险。

这是我大概在 1 月 3 日发的《合伙人投资通讯》其中两个主要观点。

回到第一个问题：还有牛市吗？首先是不是牛市？我一直有个观点，其实去年就不是牛市，因为去年我们经过了新冠疫情，整个公司的盈利、经济状况和上市公司基本面都不存在可以支撑大牛市的基本面，从政策的角度来说，政府是要发展直接融资，但全面的大牛市其实是很大的风险，泡沫化其实是不利于直接融资，支持实体经济的，所以从基本面角度来说其实本来就没有牛市，所谓的牛市不过是一个局部的，甚至你说核心资产也罢，各种“茅”，子行业里的所谓龙头，有点像是催生出来的局部泡沫牛市，本来就不是所谓大牛市的背景。

第二，会变成熊市吗？我觉得也不需要那么悲观，在整个大背景下也可以看到，我们要发展直接融资，发展注册制，所以很多科创板、创业板的注册制都大幅度推出，银行成立理财子公司，去年不管是美国还是中国都有这么多的流动性放出来，同时大家也看到过去一个月政府大手笔的防止房地产泡沫，在控制房住不炒的情况下，可以说储蓄资金持续流入股票市场的趋势基本是可以确定的，在我看来更多是一种调整吧，所谓调整更多是从去年甚至前年开始，极端分化的少数股炒到七八十倍、一百多倍的市盈率，看起来很像美国股市曾经有过的漂亮 50 的概念，不管是核心资产也罢还是各种茅也罢，都跟漂亮 50 有很多相近之处，这种极端分化的行情洗洗更健康，回到最后面的根本还是价值。

从明资道基金的角度来说，其实我们是欢迎调整的，对我们而言，调整下来之后反而是一个投资机会，如果你炒得很高，其实对价值投资来说是比较难发现投资机会的，这并不是因为这轮调整中我们回撤比较小，更多是从整个市场的角度来说，像原来这种如果继续炒下去，最终一崩盘很可能大家都被（埋了）。

大盘出现波动，很多人会讨论赎回还是持有（基金），这要看你持有的个股/基金，因为大盘在 3000 多的点位上，自下而上地看个股本身估值是合理还是低估，但如果你买的是高估的股票，那就不好说了，更多要基于你自己持股的估值水平来判断，所以说到底还是要回到价值的基本面做投资。

在波动的环境之下最适宜的就是喝点精神鸡汤，去年我做直播时就放过巴菲特的这句话：“不管怎样长期来看股市给投资者带来的一定是好消息”。问题是很多人根本就不会有这个耐心，“风物长宜放眼量”，这是去年底我给雪球私募投资人手册写明资道年度报告时用的文章名字，上两个星期我看支付宝写了一封信，安慰投资者，也用了这句话，我觉得异曲同工之妙在于做基金投资，尤其是做价值投资，还是要从长计议，短期波动 5-20%，局部、短期要看起来挺大的调整，对长期投资是没有什么影响的，因为回头来看，在过去四年，其实已经经过了两次比较大（的调整），这次是第三次，相比之下还没有前两次波动那么大，前两次波动是 2018 年中美贸易争端的时候，2020 年新冠疫情，波动都比较大，回撤达到 15%，极端时快 20%，当时明资道个别合伙人赎回了基金，他们后面的想法是自己判断股市还会跌，所以赎回了，有些我做了解释，有些没法儿解释，如果不能看长期只会看短期，现在回头来看可能都是错的，如果不赎回的话，百分之二三十的年化回报是没问题的，因为在低点他们自己判断股票还会跌，会出现股灾，接受不了回撤，那要赎回，这是没办法的事情，所以我们说做股票投资、基金投资，尤其是在大一点波动的时候，真的一定要记住巴菲特这里讲的，他是买入美国，我们是买入中国，如果你看好股权投资资产，看好中国的发展，从整个股权资产配置来说，我觉得现在股票的资产配置价值是所有大类资产里最好的，这要取决于你买什么股票，但总体而言整个估值水平相对于其他资产类别，不管是现金、债券还是房地产，我觉得股票和基金的资产应该都是未来回报率更高的大类资产类别。

这是关于目前行情的判断和想法，分享给大家。第一次雪球直播找我的时候他们让我谈谈春季投资策略的话题，我看很多基金这段时间都在谈春季的投资策略，谈到季度或半年的投资策略，话题不外乎预测一下股市走势，最高点多少、最低点多少，看好哪些板块或行业，仓位要不要加要不要减，大部分所谓的春季投资策略都是谈这些东西，但老实讲我是蛮头痛的，因为明资道基金没有所谓的季度投资策略，我们的投资策略一贯不变的，后面我会给大家稍微介绍一下我们的投资策略，从这个角度来说我没有什么所谓的季度投资策略的分享，因为我们既不会预测股票市场的走势点位，也不会做大幅度的调仓和板块轮动。大家讨论这个话题其实不外乎通过这个判断一下做这个基金未来投资会不会成功，主要投资什么板块，大家是不是看好，仓位会不会加或减，不外乎都是想判断、推演一下这个基金未来的投资能不能成功，就着这个想法，与其这样跟大家分享，我想最重要的可能是分享一下基金投资如何才能获得成功，尤其是对私募基金投资有兴趣的，希望能对你有所启发和帮助。

过去几年我自己从管理基金的角度来说也在观察思考一些基金投资的东西，可能也有几个比较强烈的感受吧，可能有助于大家更加成熟理性的做基金投资，可能也会提高大家投资基金的成功率，我总结为四条：基金投资的成功之道，也就是说如果你能够很理解，能把这几点吃透，我想应该会对以后投资基金（尤其是私募基金）会有很大的帮助。首先是基金投资的两个误区：

- 1、业绩越高越好：最好半年就翻倍，或者半年 50%也很好。
- 2、净值都是一样的：不管白猫黑猫，能涨的就是好猫，净值在大家看来都是一样的。

这是对净值最容易出现的两个误区。我举例告诉你为什么不是这样的：基金 A 和基金 B，基金 A 年化回报率 35%，基金 B 是 28%，显然基金 A 35% 的回报比基金 B 28% 的回报好，第一反应不用想，基金 A 35% 的回报更好，下一个话题，你有没有考虑净值是不一样的，第一个最简单的因素就是提成模式，如果基金 A 35% 的回报是费前的，也就是没有计业绩提成的，一般普遍业绩提成是 20%，基金 B 假设是费后，最简单的就是基金 B 整体高水位法，基金 A 是个人高水位法，这种情况之下 35 和 28 完全无可比性，因为 35 还要扣除 20% 的提成，可能有些不一样，有的是 15%，还有一些手续费，但不管是 15% 还是 20%，扣除 20% 之后，两个基本是一样的，所以首先数字本身是不可比的，35% 和 28% 代表什么，一个费前一个费后，如果你转换成都是费后，这 35 和 28 是相同的，第一个因素是提成模式导致了数字净值不一样，数字显示出来都是两个数字，35、28，但一个是毛利 35，一个是净利 28，根本不同。

年限也很重要，假设第一个基金 35% 是半年或一年、两年的年化回报率，基金 B 如果是四五年甚至十年八年的回报率，意思完全不一样，因为一两年获得高回报是有可能的，那 28% 是非常出色的，大家比较的年限不一样，价值也完全不一样。

第三个因素是稳定性，也就是说这个回报到底是在一年取得的还是多年取得的，假设大家都是四五年，假设 A 基金在一年里爆发，一年就涨了一倍，后两三年没有任何回

报，如果 B 基金每年回报二三十，其实稳定性完全不一样，也就是说 A 基金可能一年翻了一倍，后一年可能就没了，或者前一年根本就没有回报，非常不均匀的一种回报，虽然费后都是 28，但其实也不一样。

还有一个很大的考虑因素，持仓个股和集中度，假设 A 基金回报 28%，但如果他买的是抱团股，集中度就是在一个行业，或者就集中在几个个股里，那它有可能取得超额回报，但如果 B 基金选的冷门股票，同样取得 28 的回报，这后面隐藏的操作逻辑是完全不一样的，回报质量完全不一样，大家冒的风险不一样，道理就在于，比如五年前你 200 元买了茅台，持有五年，上个月 1900 卖掉，回报可能是 40%、35%，基金 A 上个月才进去，一个月就从 2000 涨到 2600，30% 的回报，很牛，但这个钱都是“假钱”，所以道理就是我刚才讲的，业绩是怎么得来的，这是很重要的。

二是换手率，如果基金 35% 的回报每年换一次甚至换两次，100% 的换手率，基金 B 如果每年只有百分之十几二十的换手率，这也有很大的不同，意味着后面的风险很不一样。

还有仓位，假设基金 A 灵活加减仓，贸易战一来全减为空仓，贸易战结束马上加到满仓，假设基金 B 从始至终都是满仓，那意义也不同，待会儿再跟大家解释。

还有就是有没有用杠杆和衍生品，用了杠杆和没用杠杆其实也不一样。

为什么要考虑这些因素？我们要理解它后面风险调整后回报，最复杂的就是因为很多投资这说我管你这么多，我只要看收益就好了，但你一定要想，如果你不把我刚刚列出来的考量因素核对理解，这个回报后面操作的逻辑跟获得回报所承担的风险其实就是我刚才讲的，假设同样回报率费后都是 28%，也是没有可比性的，因为我们要的是风险调整后的回报，你要想想获得这个东西之后到底承担了多少风险。

另外一个很大的因素是，考虑所有这些因素最后都是回到一个根本问题，业绩是不是具有可持续性和稳定性，避免净值追逐的意思就是要你考虑两个最关键的因素：风险调整后回报和可持续性跟稳定性，考虑哪些方面？最主要的就是我刚才讲的，你要考虑业绩年限、稳定性、持仓集中度、组合内容和板块，换手率、仓位和杠杆，如果理解了这些因素，或者咨询过基金公司之后，那你可以做一个评估，它的风险调整后回报是不是可比的，它有没有可持续性和稳定性。

这半年、一年有好几个投资者跟我做申购前交流的时候都提到说上当了，说去年前买过一个基金，买的时候业绩很好，是业绩最好的那几个基金，结果买了之后一两年都被套在里面没有回报，觉得上当受骗了。其实我觉得不一定是骗，更多是很多东西你自己要想一想你为什么买，你是不是纯粹只是净值追逐，我研究的结果告诉你，追逐净值大概率都是以失败告终，很简单的道理，超高收益率极少是可持续的，其实基本就是不可持续的，为什么呢？我给大家分享一下我所谓的三段论，大家看觉得这个逻辑是不是对：

首先我们看长期回报，长期回报的意思是三年、五年、十年，而不是半个月一年两年，起码是五年、十年，长期回报在全球股票投资、基金投资界都有一个定论，超过

20%是优秀，25%以上就是出色，30%以上就是世界级大师，这个东西在投资界只要是理性投资，如果读过比较多投资类的书你就应该知道，这是全世界公认的标准，长期回报20%就已经是优秀的，30%以上就可以成为世界级大师了，如果你不同意那就没得谈，但我读到古今中外的标准就是这样的。

超高的短期业绩大多数都可归因于某种投机操作，如果某个基金或某个人在这半年一年业绩有50%甚至100%，其实都会在这里面有某种操作，比如他空仓了，他判断中美贸易战恶化，要空仓，过两个月之后得到消息，然后全部加回去，或者因为医药板块很好，全部调仓到新能源，获得超额收益，都有仓位的剧烈变换或板块剧烈轮动，或是衍生品，种种操作都可以发现痕迹，超高短期收益绝大部分都可以找到这方面的痕迹。

第三句话，我们说投资并不完全是艺术，其实很多投资道理归根到底是数学和逻辑：从概率论的角度来说，有些人说我有水平，每次都能减仓空仓，然后再加仓，准确操作，那你当然是大师，那是另外一回事，但我们的前提是说没有人有能力能够每次都猜对走势，如果你有，那你当然厉害，炒股炒得出类拔萃，是世界级大师，但所谓的市场感觉也罢，换仓，或是炒股，其实某种意义上都是赌，很容易可以看到两三年前一段时间，比如中美贸易战过完之后表现最优秀的那几个，可能50%、100%回报后来发展怎么样，两年可能你赌对了，那时你获得了50%、100%的回报，但从概率论的角度来说这种投机操作多了，上一次对了是50%，下一次按概率来说，做错的概率要高过做对的概率，所以如果当你追这50%或100%的时候，或者上次转到这个板块刚好涨了，可能下次你转另外一个板块又刚好涨了，这种可能性应该说是低于下跌的可能性，从这个道理来说，它前面的业绩已经反映了上一次投机操作的胜率，反映在了业绩里，50%、100%，这时候你去追，毫无疑问大概率后面是会失败的，这时候失败的可能性就很高了，不知道大家有没有听懂其中的逻辑，“三段论”就是这样来的，首先你要明白长期业绩不可能有这么高的回报，你去追50%、100%的回报率，刚好你本来想去偷只鸡，结果没想到没吃到鸡还咬了一口鸡毛，胜率已经反映在了它的业绩里，你进去以后失败概率其实是大于成功概率的，大部分这种追逐都会失败。

回到最后一点，长期来说，不可能获得超高回报，50%，100%，这是绝对不可能的。

有些人说我会不会找到一个大师，他能进化，前面空仓加仓做得很好，市场感觉很好，做得很成功，有50%的回报，现在他进化了，不做这个东西，做价值投资，其实我觉得这是很难的，这是人的信仰，有点像毒品，当你吃过毒品，赚过快钱，下次有机会时他一定会做的，我们说本性难移，如果他能够通过“操作”获得超额收益，一旦有机会和感觉他就可能会做，所以炒股的很难理解价值投资，因为这是一种本性难移的概念。

成功投资的第二个很重要的点，就是认知基金投资的风险。一般大部分人首先想到基金投资的风险是资金安全，基金经理老鼠仓或基金经理的投资水平，在现在监管严格的情况下其实这些倒不是最主要的基金投资风险，大部分没有意识到基金投资的风险在

哪里，其实基金投资的最大风险，这是我自己总结出来的体会，在一个完整的投资流程里我们自己做投资的时候，从研究开始，买入股票，然后持有、到泡沫时卖出，然后总结流程，这是一个完整的投资流程，但如果在一个基金的环境之下，其实是基金投资者把钱交给你，你来操作，但你没意识到基金投资者自己的申购和赎回本质上是把投资的流程给分割了，什么意思？基金经理只负责选股持有，经历波动时能拿得住，过程中可以做优化，但基金投资者自己做的申购本质上其实就是在买入，你决定了买入，只是基金经理拿到你的钱之后给你买入一个组合的股票，赎回其实就是你决定卖出，在最糟糕的时候，比如新冠疫情2月份最糟糕的时候，跌得你害怕了，你一定要赎回，如果赎回那没办法，基金经理只能代你卖，基本就是把你按比例持有的股票卖掉，这时候我想说，本来是一个完整的投资流程，结果把买入和卖出的决定权保留在你自己手里，法律上我不能不让你赎回。也就是我说的，如果申购赎回越短期越频繁，其实出错的风险就很大。

这里是我刚才讲的，如果基金投资纯粹是基于净值的波动，涨了就赎回，或者跌了就赎回，申购赎回，其实比你自已炒股追涨杀跌更糟糕，风险更大，因为完整的投资流程被分割掉了，你在闭着眼睛看不到股票时，纯粹因为看它跌了或涨了就卖掉，你自己炒股票还可以看到是哪支个股，可以操作比较快，如果基金，还得有几天提前期申购和赎回，刚才我讲了，如果按这种方法来投资基金，风险真的是比自己追涨杀跌还糟糕，其实也是一种追涨杀跌。

基金投资一定要懂得投资的过程，要知道这里面的风险，净值波动和回撤规律，否则就是我刚才讲的，这个东西绝对不是资金安全的问题，而是你错误的申购赎回，就会导致很大概率失败。

三、基金投资很重要的是选择匹配的基金。

每个基金都有自己的投资理念和方法，有基金经理特有的投资能力，他会投资不同类型的上市公司，把资金匹配到上市公司，对应的这个基金要匹配不同类型的投资者，只有在这两个匹配都做得好时才能获得投资的成功，作为基金投资者，最关键的是你要理解投资预期、投资理念，比如你预期要获得10%的回报，但你又绝对不能接受任何回撤，那基金投资和股票投资就完全不符合你了，因为基金投资和股票投资最大的特点是具有波动性，如果完全不能接受波动，那你最适合做理财，否则就会亏损，所以你一定要清楚你自己对投资的理解、对理念的理解，要理解基金投资的过程，最关键的是独立思考，因为很多时候可能很多人会告诉你一些错误的东西。

四、基金成功投资最重要的是做合伙人而不是做客户。

做客户是买产品、买服务，所谓买产品就是买基金净值，净值越高越好，涨得快就很好，二是买服务，看哪些大公司投研团队好、服务好，营销就好，做客户一般的思维就是挑基金公司，作为客户要挑基金公司的产品，你需要基金公司讨好你，这就是做客户的思维，因为基金本身是很不透明的，投资的过程、投资的产品，这里面就有很多弊端让你做出错误决策，我们觉得做基金投资要做合伙人，这个基金最好和你是合伙关系，基金经理管理基金，是普通合伙人，也是有限合伙人，他自己本身也持有基金资产，大

家都是合伙人的思维，平等的沟通、交流、学习，风险共担、收益共享，就像巴菲特说的，“大家在一条船上”。

因为投资过程波动很大，也不是很透明，如果这时没有绝对信任，这种误解就本身足以让投资失败。

以上是我跟大家分享的基金投资成功很重要的四点，如果能理解这四点，相信不管对公募基金还是私募基金，投资的成功应该都很有帮助，简单给大家介绍一下明资道基金的情况：

基金的定位是希望成为精致的“合伙思维”价值投资的私募基金，希望获取长期稳健的回报，我们希望合伙投资思维能成功，我自己也是最大的份额持有人，绝对要跟大家在一条船上，这个信任是必须的，我们这边不会追求业绩、排名，前面我也讲了，最关键的是风险调整后长期的稳健回报，这是我们追求的，如果能获得 25%左右的回报那我们就非常满意了，当然我们也不会追求规模，只会接受合适的投资者、合适的资金，一起做合伙投资，如果是不合适的投资者或不合适的资金，其实会危害整个基金的投资安全，在最危险的时候，最波动的时候要赎回，就会被迫卖股票，被迫卖股票就可能出错。

这是我前两天准备直播时想的，我们到底应该以一种怎样的方式（投资基金），因为我不是很习惯做推介和路演，但我想做一定的介绍还是需要的，怎样约束自己的价值观和行为方式呢？我想应该用这四个字来概括：至真至诚。我跟大家沟通的也是希望用这个概念来约束自己的行为。

至真的意思是我们希望用一种求真至真的态度学习探究价值投资，尤其是优秀上市公司的经营管理和价值创造，整个投资的过程就是一个求真的过程，希望判断对、选对上市公司。

至诚是对我来说在合伙投资的概念里以一种诚实公开的态度跟潜在投资人和现在的基金合伙人沟通交流，这方面我们过去做的还算可以，因为我们在雪球私募里可能是每个月写投资通讯的，也是逐个跟投资人做交流的，包括以后我们也只会做关于价值投资知识性/事实性的介绍，可能我们不会做过度的推介和营销，希望大家了解基金，了解我们的投资理念和方法，至于选不选，对我们来说不重要。

很多基金可能用超过 30%以上的业绩来吸引投资者，即使前几个月 30%左右的时候我也很明确地告诉大家，如果你希望有 30%以上的回报，其实我的基金不适合你，因为我们没有这么高投资回报的期望值。

至真至诚，就是真心实意的为合伙人创造价值，让基金资产保值增值，这就是价值观和行为方式。

顺带给大家讲讲为什么叫价值投资，其实价值投资很简单，这个图可能比较形象地解释了价值投资，其实价值投资就是以显著的折扣价买入内在价值不断增值的股权资产。这里是三个概念：1、显著的折扣价。2、内在价值不断增值。3、资产。就像小树长成大树，本身是会长大的，同时买的过程中是以打折扣价买进，同时卖的时候是在热卖中

以好的价钱卖出去，这和我们平时做生意的概念没有任何区别，问题在于为什么这棵树会长成大树？为什么内在价值会不断增值，为什么它是资产呢？怎么选中优秀的上市公司呢？

第二个是 How，怎样做到在打折时买入，买进时打折价，卖出时是高估价？Why 和 How 是术的问题，如果能理解这张图，价值投资其实很简单，道是这样，但术能否做到，这就是投资水平的问题，投资者的水平能不能解决这两个问题，能不能解决找对公司、在打折时买进，在高估时卖出，这是投资方法操作的问题。

刚刚结束了大部分所谓价值投资的理念。对我而言，为什么可以理解更深入一点，价值投资在很多人理解到刚刚的层面就差不多了，但对我而言更深入一点，因为我自己在公司内部做过价值管理，尤其在大的跨国公司，不管是联合利华、百事，它们内部的管理体系其实有价值管理整个管理体系，投资更多是在外面，价值投资在很多人看来是一种宗教信仰，但对我来说是一种科学方法，在财务、管理理念和方法模型上其实是完全相通的，价值投资是唯一可以贯通内部财务管理、公司管理和外部投资分析模型、分析方法的，包括在一级市场做股权投资，唯一一种投资方法是贯通了三者的，具有科学性，如果说我跟别人不同，那我更多是把价值投资作为一种科学的东西在研究，它是唯一一个从财务和投资角度能够论证盈利还是具有可持续性、可复制性的投资方法。

我们内部建议大家看 12 个月滚动平均净值，它是比较稳定的趋势，建议大家评估基金业绩的时候，基金净值的长期趋势才是业绩稳定性和可持续性最重要的指标。

基金的投资理念和方法有点像我前面讲的投资策略，我讲了三点：

- 1、价值投资。
- 2、长期投资。
- 3、安全投资。

价值投资的本质是基于公司内在价值做投资决策的，对我而言，因为我在公司内部做过公司内部价值创造的管理，可能会有一些经验和投资知识做判断，长期投资的话就是基于公司基本面的分析获得长期的投资回报，能不能判断出哪些公司是优秀的公司，只有很少数的，尤其是 A 股并不是这么多具有长期价值创造能力的优秀公司，安全投资一定要有折扣价买进，一定要具有很强的风险意识，对我们而言，其实并不受所谓板块、公司太大影响，我们偏重于某些板块，纯粹更多是因为基于价值而言，这些板块更容易发现又好又便宜的公司，不是说我们不投高科技公司，只是又贵又不确定的东西我们没兴趣，当然，方法和理念不受行业和板块的限制，只要有合适公司符合条件，我们当然都会有兴趣，但我们不会随随便便在没有安全性、确定性的情况下重仓一个新的公司。

回到匹配的概念，要三者匹配，明资道是价值投资基金，所以我们的投资理念、投资方法，投资能力都与此相关，我们不会做炒股的事情，投资标的是希望能匹配到创造长期价值的优秀上市公司，所以这是价值投资的匹配和长期投资的匹配，对应的匹配基金投资者和合伙人，我们要的是长期资金跟理性成熟的投资者，我们不希望一两年短期资金投进来，如果不能承受波动，希望有百分之三、四十的回报，可能我们的基金就完

全不符合你的要求，也不是适合的匹配，我们能匹配所谓对的合伙人，你要真正认同价值投资的理念和方法，要能够理解价值投资的过程，它中间的波动与风险，能够相信所谓合伙投资的思维，能够真正理解和信任投资选择。这是对的合伙人。

对的资金就是三年以上的闲钱投资，急用的钱是不适合的，而且真正能够忍受出现极端情况下的短期大幅波动，可能这才是适合的基金，否则如果是一两年急用的钱，不能承受 20%以上的回撤，希望有 30%以上的回报，可能我这个基金不适合，因为这种东西不单指对于你自己有额外风险，对我这个基金、对我其他的合伙人也是很大的风险，所以如果你不理解前面我讲的这些东西，那不妨相忘于江湖，最怕的是你抱着很高的期望，结果发现亏钱了，那就不好了。

回到我前面讲的成功投资的要点之一，最关键的是找到自己匹配的基金，对我们基金来说也是这样，我们希望找到完全匹配，能为你创造价值，同时能用你的基金为所有合伙人创造价值的一种新的合伙人，如果不匹配的，可能就并不合适了。

以上是我们诚实公开的事实陈述，我们不做任何夸大其词，误导宣传。合适就是合适，不合适就是不合适。

今天就讲这么多，看看有什么提问，没有提问今天就结束了。如果有问题可以在雪球上给我私信，今天跟大家的分享就到这里，希望对大家投资有帮助，也希望大家投资成功，正如我刚才所讲，我把我所知道的以及我的一些体会、理解跟大家分享，谢谢大家。

8、专注投资卓越企业

作者：@张可兴

发表时间：2021-03-18

张可兴：今天很高兴跟雪球的朋友们在下午 3 点时用一个小时左右时间跟大家聊一下市场或大家关心的问题，因为这次是一个公开交流，所以我自己可能会很少谈及个别股票，希望大家提问也不要问个股，万一我在交流过程中提到了一些企业或产品的名字也不是涉及到公司和股票，只是涉及到这个公司的产品，大家不要误会，没有任何对这个公司或股票的买卖建议，大家一定要慎重。

可能大家对我有一点了解，我属马，今年已经过了不惑之年，我的大学、研究生学电子工程专业，后来一个偶然机会在西安做了教育培训行业，一不小心做了三年，其实做的还可以，做到了陕西省西安市第一大，当时我们忽略了一个很重要的竞争对手新东方啊，新东方在 2002 年也进入了西安的市场，但它的动作非常缓慢，很多培训课程推出比较晚，课程比较单一，所以短期我们并没有把它当回事，但到 2005 年我们发现新

东方这个巨无霸在西安慢慢追赶上来了，而且越往后会发现它的竞争力越来越强。直到2006年我第一次入行，实际上买的股票不是A股也不是港股，而是美股的新东方，为什么买新东方的股票？实际当时对投资的理解也是懵懂的，没有现在的定性、量化、商业模式分析，很简单，因为在西安跟它真刀真枪的干了三四年，这个时间里对新东方从一开始觉得不怎么样到慢慢变成尊敬，最后觉得真的是一家无法超越的教育培训公司，所以我觉得它最大的核心竞争力在于它有一个非常强大（的师资团队），新东方1993年就在北京创立了，到2005年已经发展了12个年头，在当时好像全国有将近10家分校，积累了非常强大的师资梯队资源，大多数来自于北大清华的名校老师，这些老师会不断培养新的优秀老师，所以它形成了非常强大的教师队伍，无论是在课程研发还是教材编写方面，其实远远超越于所有中国培训行业的同行，也包括我们，我们当时叫“新财富”，现在这个学校都已经卖掉了。我觉得这是她最强大的竞争力。

再加上新东方在出国考试领域基本独当一面，没有任何竞争对手，所以奠定了很强大的资本基础，不断向全国各地开分校，所以2006年上市，上市之后到现在股票已经涨了40倍，也是一个非常优秀的投资标的。

这是我自己的经历，2004、2005年我做了两年左右的股权投资，所以现在格雷，包括我自己，看企业、看公司都是以一个企业家的视角或股权投资的经验筛选企业、看企业，比如我们会更多看一些商业模式，看护城河，可能跟很多同行相似，但有很多不同，我自己在2016-2020年获了四年金牛奖，可能很多朋友不知道这个奖项，其实这是金融行业，特别是基金行业的最高奖，有点像美国影视娱乐界的奥斯卡的地位，同时也赋予了这个奖项背后一定的收益，因为没有一定收益，门槛可能就无法入围奖项，因为今天是公开路演，所以不能说更多业绩，我们只是讲理念，讲一些市场方面的东西，所以我自己在2016、2017年时把自己过去创业、做股权投资、做证券投资将近16年的教训和体会集结成了一本书，书的名字叫《买入，持有，富有》，非常直接直白，就像我的性格一样，没那么多弯弯绕绕，就是直截了当，可能很多人并不一定喜欢。

这本书的名字其实很简单，但做起来看很艰难，就像当下一样，我们现在面临市场调整，大家不知道现在是阶段性调整还是系统性危机，所以现在坚定买入持有的概念变得非常艰难，很多人都会割肉，甚至稍有反弹就会卖出，所以股市回头看个个都是股神，难在当下做决策，今天面对现在这个时点我也会跟大家分享我们怎么做决策以及看好的未来投资机会。

这本书里还有一些非常核心的东西，我自己分析了对于企业估值的思考，这些思考不是我自己创立的，有很多前辈，包括格雷厄姆，巴菲特以及很多业内前辈对估值的思考，就是自由现金流折现。其实投资唯一的东西就是自由现金流折现，应该没有别的，当然并不是说市盈率、市净率不重要，也很重要，但要做相对长期的投资的话，评估企业价值就是自由现金流折现，这本书我也讲了我的思考。

刚才说了，买入、持有是那么艰难，这张图从2007年到现在已经14年时间了，整个上证指数虽然涨幅不大，但这里面优质的上市公司确实超越了指数的，有很高的收益

率，但如果过程中很早入行时间时间长一点的人都会有记忆，比如 2018 年市场跌了 30%，中美贸易战加上去杠杆，再加上一些内忧外患，导致市场大跌。2016 年初也会有一个熔断的大跌，跌幅非常不小，面对今天的市场调整，在这个市场中待久的人都觉得习惯的很平常了，有时变得有点麻木了，甚至下跌时我们变得比更加兴奋，因为如果手里还有闲钱可以继续买入一些我们觉得更便宜、更有性价比的股票，如果没有钱也无所谓，因为你看到的是现在这个价格相对未来，每年能获取的年化回报率是多少，如果能做到心中有数也就比较坦然了。所以我觉得投资一定是长期的事情，我们公司希望很多客户投资的产品至少要三五年以上的封闭期，因为钱最好是三五年不动的，这是很重要的一点，碰到现在这样的市场波动，很多人去买房、结婚，这时钱就面临大幅缩水，还不得不卖出，这就是比较尴尬的事情。

正式进入今天跟大家交流，过去跟大家交流的更多偏市场，偏宏观，对于我们格雷的投资风格和我的理念介绍比较少，在今天这样一个市场，经过了狂热到浮躁，到现在比较冷静甚至是有一点点恐慌的阶段，我觉得我们可以静下心来安静地、坦荡地思考一下我们自己的投资风格、投资理念，甚至是在未来这样一个震荡或不太稳定的市场环境下选出什么样的股票才能够持续穿越未来的波动和牛熊，这是我想说的，我们应该更加安静一点，不要受市场太大影响。

第一个跟大家分享的是巴菲特的名言“我们宁可要跌宕起伏的 15% 的回报，也不要四平八稳的 7%、8% 的回报”，意思是要获得高收益一定要承受一定的风险，如果没有波动就不太可能获得比较高的收益，这是充分必要的关系问题。

1、持仓为主，持续优化。我们自己的风格第一点是以持仓为主，所以我们的目标是争取在未来努力做到 20% 以上的年化回报率，实现路径就是要找到能够持续获得 20%-30% 的利润增长的企业，在市盈率相对稳定的情况下获得这样的年化回报。持仓为主，持续优化，市场中我们大多数时间都是以高仓位的持仓为主，从 2006 年入市开始到现在只有四次比较大的调仓，一次是 2007 年 5000 点比较高的位置，一次是 2009 年，还有是 2015 年和 2018 年，前两次彻底清仓 A 股，后两次做了不同程度的减仓。

为什么这么做？我们觉得这四次都有一定的系统性风险存在同时伴随估值比较高的位置，除了这四次之外这十四五年我们大多数以持股为主，而且是高仓位，90% 以上的持股风格，这个过程中并不是什么都不做，还是要“骑驴找马”，我们认为现有的组合不错，但我们需要找到更好、更加确定或利润增速更高的股票替换现有的组合，这叫持续优化。

比如去年年底，1 月 1 日之前，我们清仓了所有的新能源产业链，主要是以电池股为主，换成了港股的互联网龙头，这是我们的一个优化组合，因为我们觉得整个新能源公司的估值，包括美国的特斯拉都已经非常贵了，已经不是以车的估值估，而是 SaaS 的估值，我们认为不如港股互联网更确定，所以做了调整。2020 年疫情期间 3 月份随着美国的疫情爆发，趁着市场下跌我们也做了调仓，这是我们持续优化组合的例子。

2、坚持长期主义。一个重要体现是 2018 年我们建立了一个财富传承系列的基金，这个基金的特点是至少三年封闭期起步，最长 15 年封闭期，这个封闭期的意思是在这个过程中一分钱不能赎回，只能追加，因为我们发现大多数客户实际是不理性的，在跌 10-20% 时，怕继续下跌，所以会卖掉手中的基金，上涨 20-30% 时也想落袋为安，长期角度很少有客户能赚到一倍、三倍、十倍，不仅我们格雷基金，其他很多都是这样的特点，所以最好的解决办法就是把手摁住不让他随便操作，这就是我们设立长期封闭基金的初衷。

我们已经设立了多期长封闭基金，而且未来我们还会继续坚持下去，而且我们 15 年封闭期的产品已经开创了中国证券历史的先河，没有这么长的封闭期的。还有一个例子是我们对投研的考核更多坚持长期，不是以季度和半年为单位，而是至少一年，一般是以三年作为考量周期。为什么这样？因为我们都理解，股价的波动有时会很快反映企业的价值，会估值修复，股价表现为上涨。还有很多时候可能需要一年两年甚至三年时间才能反映它真实的价值。作为一个研究员来说如果只考虑季度或半年，所有的投资思考和研究的方向都特别短视，而我们格雷向来擅长或是坚持以长期的视角去思考企业，也就是我们希望首先企业长期要好，短期也不能差，这个长期可能是以五年、十年的维度作为标准衡量，所以我们从研究的角度来讲就坚持长期主义的投研思路，这是两个长期主义的方向，当然还有别的例子，不再多举。

3、适度分散，相对集中。做投资的人都知道投资界的一个重要定律，手中持有七支股票时你的风险收益比是最佳的，比如买入 10 支股票，每只 10%，非常分散，可以达到收益最大化，道理没错，但在实际投资中很多情况下没有那么理想，举个例子，也是格雷的经典案例，2014 年初时我们把手里持仓的所有银行股和保险股全部换成了白酒股，稍有记忆的朋友会知道白酒经历了反三公和塑化剂事件导致行业大跌，高端白酒龙头当时已经跌到了 5 倍甚至 9 倍市盈率，这在整个白酒历史上没有出现过，相信未来也很难出现，可以说是几十年一遇的重大机遇。回头看今天的白酒相对 2014 年初已经涨了 20 倍、30 倍，但站在当时我相信很多人也是非常担忧和恐惧的，白酒是不是还有未来？但我们格雷的选择也是经过了很痛苦的思考、研究，最终做了一个决定，将刚才我说的这 70% 的仓位集中在了白酒，这也奠定了我们（的超额收益），如果只是狠狠咬了一小口，比如 5% 的仓位，相信站在今天的时点你会悔恨万分，对自己的决策非常后悔。

所以我说在重大的机遇面前，有时候你需要重拳出击，而不是像撒胡椒面一样每个买一点，这就是我们说的坚持“适度分散，相对集中”。我们发现巴菲特最近一期的股东信，几千亿美金的持仓单一股票最大仓位是 44%（苹果公司），如果我们追溯巴菲特更早期的合伙人投资时代，1956-1969 年，我们会发现在他当时 14 年的投资生涯里也有很多时候他的单一持股达到了 40% 甚至更高仓位，我们追求相对分散是没错的，我们也希望在所有组合里拿到 7 支甚至 10 支股票，仓位比较均匀，一定是风险收益比最好的，但实际上那是比较理想化的，所以目前格雷所有的产品持仓 10-15 支股票，

但前 5 支重仓股仓位占到七成，相对还是比较集中的，一般来说单一股票的仓位就是二三十左右，但在碰到重大机遇面前我们会把仓位提升到 30%、40% 甚至更高，当然这要非常有把握，这是我们的风格。

4、很少择时，更多择股。很多人说择时很重要，因为中国的基金历史上很多公募基金，也包括很多私募基金，其实择时都胜利了，甚至择时有时候是救命的，没错，我觉得原则就是我们应该很少择时，但并不是不择时，我们都希望躲过每次下跌，包括这次，虽然指数只有 10% 的下跌，但很多核心资产的个股跌幅已经达到了 30% 甚至 50%，比如白酒龙头已经跌了 28%，这个跌幅从历史角度来说真的不小，我们都希望躲过波动，但我们不是每次都能做到，我们只是追求能够做到时尽量做正确，所以你会发现现在我们格雷的历史上只做了四次比较大的择时，所以一般来说两三年做一次就可以了，如果每个月、每个季度都要做次择时，我相信如果你的投资生涯越长，你犯错的概率一定是越高的，你的收益率一定是平庸的，甚至理财产品都跑不赢，所以少择时不是不择时，有把握的时候可以择时。

我们更多选择是择股，择的是股票的质地和价格，也就是说是不是股票在未来能实现我们每年预期 20% 的年化回报率。很多朋友听到这里可能会想凭什么说能实现 20% 的回报率？一开始我就跟大家交代了研究方向，如果一个股票能保持市盈率在未来没有大幅波动的话，那么你赚的钱基本都是企业利润增长的钱，这就是你努力的方向，如果你觉得目前的市盈率已经处在比较低的位置，未来还有提升的空间，所以至少你能实现利润增长和市盈率提升的钱，那就是大概能用毛估估的方法衡量出现在的价格买的每一支股票能获得什么样的年化回报率，这是大概能估计出来的，这是我想跟大家分享的风格和目标。

当然，没有谁可以随随便便获得 15% 甚至 20% 以上的收益，这需要非常艰苦、勤奋的努力。

当下我们经过了 2019 和 2020 年，很多朋友拿住了一些非常优质的股票，获得了非常不错的回报，今年是不是还有可能实现这样的回报？我的看法，首先从预期回报的角度来说永远不要那么乐观，我们观察回报的表现不能以年为单位，而是一个周期，这个周期一般至少要三年、五年，甚至可以拿十年作为一个周期，我们可以发现，一旦你的股票在短期内上涨幅度巨大，但在随后的岁月里它的收益率会不断收敛，这就是均值回归的意思，任何一个股票拉长来看很难有超越 20%、30% 以及以上的表现，所以刚才格雷说坚持长期主义，我们对投资业绩的表现对自己要求不是那么苛刻，一定每年都要做到 20%、30%，而是放在一个长的周期里每年能做到 20% 以上的回报，甚至是超过 15 个点也不错，这是我们作为基金经理存在的价值。

这张图跟大家分享一下，为什么说投资合理的回报要有合理预期？因为投资收益是有天花板的，不是你想达到多少就能达到多少，最近几年很多 P2P 爆雷，就是因为很多人相信每月能实现 10% 的回报率，那一年下来就是接近 200%，他就没有合理预期汇报的基本收益率概念，如果他相信连巴菲特、林奇这样的世界级投资大师收益率也就是

20%左右，没有人可以超越这个，怎么可能呢？这是常识问题。巴菲特 60 年实现了年化 20%，我们都知道巴菲特是用保险金作为杠杆，实际上他的真实收益率更低，这是很艰难的，世界上顶级的投资大师，温莎基金的股票约翰聂夫，他擅长低胜率投资，做了 31 年，年化 13.7%，看上去不高，实际上已经做到了基金经理的顶级投资人。

再看施洛斯，做了 47 年，年化回报率达到 20.1%，他擅长格雷厄姆的投资风格，寻找那些市值远远低于净现金价的公司，但后期很多美股的投资机会，特别是低估公司越来越少，可能他的投资方法碰到了一些困难。巴菲特和施洛斯其实都是格雷厄姆的徒弟，因为格雷厄姆是哥伦比亚大学的老师，他教的学生成千上万，但目前为止我们能听到比较熟悉的只有巴菲特和施洛斯成为了世界级的投资大师，所以可以想像投资这个行业里要想成为超越 15%、20%以上的回报率是多么艰难。格雷厄姆的著名著作《证券分析》，格雷厄姆被誉为“证券投资教父”，我自己也对格雷厄姆非常崇敬，我们公司的名字格雷也是取自于前两个字。格雷厄姆 30 年的年化回报率 20.3%，非常厉害，了不起。再看中间的大卫史文森，耶鲁大学捐赠基金的管理者，做了 24 年，年化 16.1%，被誉为美国机构投资者的教父，同时他一名高徒是高瓴资本的创始人张磊，大名鼎鼎。最下边的彼得林奇大家更熟悉，发明了国内熟悉的 PEG 的估值方法，13 年做到年化 29%，彼得林奇非常能干，但我觉得他可能正好赶上了美国发展最好的年代，所以投资了很多高成长股票，获得了相对高的收益率，如果时间拉得再长一点，可能回报率会面临均值回归的问题。

这里留下一个思考，大家可以在雪球上互动：这些世界级投资大师为什么仅仅做到了 15-20%左右，为什么投资收益是有天花板的？这个问题留下来大家思考，我也没有全面的答案，因为没有标准答案。我有自己的想法，不一定对，这里可以探讨。

这张图是大家最熟悉的复利，复利放在这里可能很多人觉得没有意义，但我想说复利里有几个关键点，比如现在市场要调整了，我想问大家，当闪电打下来的时候你是不是一定要在场？如果下跌的时候你不在场，那上涨的时候凭什么你就会在场呢？一两次可能会出现，历史上我也也有侥幸几次躲过大跌，之前就清仓了，复利的难度在于你一直在其中才能享受复利，如果中间出场了，可能获得了更高的回报，但可能也会让你的回报率直线下降，为什么世界上一些非常牛的股票，包括 A 股的白酒龙头、医药龙头，长期看它有 50 倍、100 倍甚至几百倍的回报，但没人做得到？因为每个人的贪婪和恐惧决定了你总想逃跑，这就是现在很多人关心的，白酒龙头这个价格是不是太贵了？很多人拿可口可乐做对比，为什么巴菲特在可口可乐估值最高的时候没有卖掉，十年不赚钱，为什么 50 倍的市盈率大家还要持有？这里有个问题，可口可乐在 1997 年之后净利润的变化，会发现 1997 年之后可口可乐净利润 40 亿美金，但 1998-2003 年，净利润持续下滑，最低点下滑到 20 亿美金，也就是说它的净利润腰斩了，这就是为什么可口可乐撑不住 50 倍估值的重要原因，并不能说明 50 倍估值一定是太贵了，当然也不能说很便宜，而是业绩问题导致的大跌。如果后续的增长还能维持那么我相信巴菲特的投资会更加成功。

从 2003、2004 年以后可口可乐涨幅那么小，原因还是它的净利润从三四十亿/年到去年的 78 亿，相当于翻了一倍，十五六年的时间翻了一倍的净利润，你觉得它的股价能涨多少？这就是它的核心问题。当然中间在 2017 还是 2018 年、2016 年时它最高创造了 100 多亿美金的净利润，所以股价涨得还不错，但我们会发现可口可乐的利润波动还是比较大的，经常发现利润下滑、上涨，这就是为什么可口可乐估值撑不住同时股价表现不好的原因之一，当然还有别的原因，这里不探讨，我只是想说大家用高端白酒龙头和可口可乐做对比，我们要看得更全面，不一定是大家想的那样。

复利这张图再举个例子，我觉得最好体现复利威力的是房子，在一线城市生活的人如果倒退 15 年，会发现这里有个数据，北京房价 15 年以前的复合增长率年化 11.3%，这个数据并没有那么权威，只是一个大概统计，但从涨幅来看发现北上深房价上涨幅度能达到 10 倍、20 倍，也就是原来在北京这样的地方最早买房价格就是四五千，现在变成了 10 万、20 万，深圳也差不多，相当于涨了 10 倍、20 倍，同时我们会发现最近，为什么我们说中国人很有钱，消费了全世界第一大奢侈品的国家，去海外消费根本不眨眼，而北上广深奔驰宝马的感觉满大街都是，因为房地产创造了第一波财富的机会，为什么这么多人会在房地产上收益颇丰？为什么实现了复利？因为大家不卖，不交易，如果有一个人，或是有一个软件每天都给你持有的房产做报价，今天涨了 5%，明天跌了 5%，后天跌了 10%，我相信能够在房地产，特别是住宅房地产上赚到钱的人至少要打个 3 折，很少人会赚到钱，所以核心在于交易，这也是为什么我说坚持长期主义，长期封闭期，让客户和很多朋友投资股票的钱三五年别动，因为这才是投资的本质，哪有什么钱可以放一年涨 30%、40%的？这样的机会少见，不是天天有也不是年年有。

前一阵查理·芒格做了一个采访，说的一句话特别有道理，跟大家分享“投资界最大的谎言是没有交易费。”我刚才说的房产是最好的复利威力的体现，让很多人赚到了钱，股票在证券市场上，如果你把刚上市的很多股票拉长到现在，一样是 50 倍、100 倍甚至 500 倍的回报，比如医药龙头、白酒龙头、电器龙头……但谁赚到了？为什么能赚到房地产的 10 倍、20 倍？是交易，所以没有交易费的成本是最大的成本，是谎言。

我们关心港股的印花税提高了 30%，到千分之 1.3，我觉得从某种角度看可能是好事，这样你做的每一笔买入卖出会很谨慎，因为你知道交易费高，会很心疼，你在交易谨慎的时候对你的投资研究就会更加深入和谨慎，犯错的概率会下降，所以觉得它是不是帮了我们？我认为交易费提高反而是好事，因为频繁交易的人是有很多人赚到了钱，但我觉得这样的方式不长久，如果想要做几十年很难的，也可能五年十年就很难在这个市场生存了，这是我对复利的理解。

这里大家应该明白我的意思，交易实际上是让你亏钱的，你不是亏这个钱，而是买卖造成了你的投资亏损，这就是交易费的心理影响。

下面说投资理念，我的投资理念比较简单：专注投资卓越企业。很多朋友可能听过“我们要投资伟大企业”，我的理解是有差别的，为什么我们要投资卓越企业？因为伟大企业很多时候都是后知后觉，当你知道的时候它已经到了尾声，或者接近天花板，再

投资时可能处在衰退或下滑的阶段，而专注投资卓越期，卓越二字在汉语里的意思是正在步入伟大的过程中，比伟大稍微差一点，所以我们想找到的是那种正在步入伟大过程中的企业，可能我们现在投资时它不伟大，但过三五年甚至十年它就变成了非常伟大的企业，这就是为什么我们要专注投资卓越企业的理念。

量化的话可以看这张图的公示， $\text{股价} = \text{EPS} \times \text{PE}$ ，EPS 就是每股收益，可以理解为一个企业的净利润，净利润除以股本就是每股收益。PE 就是市盈率，虽然它有一定的规律，比如快速消费品就是比一些耐用消费品的估值高，长期稳定高速增长的企业市盈率就是比低速增长甚至不增长的企业高，没错，但对于它来说会受到市场流动性、风险偏好、净利增速、商业模式等各种影响，所以如果我们把投研精力放在预测 PE 的变化上，那就没法儿做了，就变成了预测市场的风格，而我们格雷团队一开始做这个事情就是以股权投资的角度，和以企业家对企业的分析去研究企业，所以我们更多考虑是如何寻找到未来每年能够复合成长 20-30% 以上的企业，如果我们在面对当下的市盈率和未来市盈率没有大幅变化的情况下，或是相等的时候，我们能赚到的股价变化的钱基本就是每股收益增长的钱，也就是净利润增长的钱，加上一点点分红。这就是证券投资行业的真理，如果你不相信这个股票公式，而是寻找市盈率的波动，通过预测市场赚钱，当然也有很多人做这样的事情，市值管理、内幕交易、大股东定增等套利，总会有的，但如果想要活得长，不管是在中国、美国、韩国还是朝鲜、越南，我相信这个东西都是成立的，这就是为什么很多人说价值投资在中国是不是成立，或者是不是可行，这些话都是废话，跟中国没有关系，只要具备商业组织的经济体它都是成立的，所以这是我们必须要坚持的真理。

我们努力的方向就是去寻找中国最有前景的企业，这个前景怎么定义？就是每年能够实现复合 20-30% 以上成长的企业，如果能找到一篮子这样的股票组合，我们基金的净值基本就能实现年化每年 20% 甚至更高的收益率，这也是我们未来的方向和清晰的目标。

这张图是简单的例子，没有任何推荐的意思，大家也不要刻舟求剑，历史上好的公司未来是不是一定好，不一定，有概率，因为在世界瞬息万变时很多老牌公司未来未必可以获得比较长久的发展和比较大的发展空间，这是问题所在，但为什么要这张图？这张图比较直观地让大家感受到股价上涨的倍数和利润上涨的倍数成正相关，股价上涨多少倍利润基本就上涨多少倍，前提就是市盈率没有特别大的波动和变化，不仅 A 股，包括韩国还有中国的台湾地区都有一些牛股出现，基本也符合这样的定律。

从股票里我们也会发现一些长牛股或大牛股的特征，什么叫好公司？就是净资产收益率高，护城河深，成长确定性高，从历史统计来看主要是集中在消费和科技，参考日本和美国的数据统计可以得出这样的结论。选股策略无非是自上而下和自下而上，对于格雷来说是两者相结合，自上而下并不是研究宏观经济，而是考察和研究别的发达国家（如美国）在中国目前这个时代，什么样的行业、什么样的赛道更容易实现高速增长，GDP 占比持续提升，比如美国 80 年代，对于中国现在来说就是一个很有代表意义的数

据，自下而上就是公司的研究同事，包括我们认识的一些朋友通过我们自己的微观生活和产品的体验了解公司，如果这个公司恰好上市了，那就是我们对企业初步研究的筛选标的，这只是初步筛选，如果能在生活上感知的话，可能你对这样的产品和服务更有体会。

我讲个笑话，有次我调研白酒，券商组织的会议，邀请了很多知名白酒专家和上市公司的领导，下面坐着几十人的研究员，发现 90%都是偏年轻的女生，我就比较好奇，问了周围几个女研究员，问你们平时喝酒吗？大家一般说不怎么喝，我问喝白酒吗？也不喝，那喝什么酒？就是啤酒或鸡尾酒，基本不喝白酒。我想知道，不喝白酒怎么调研白酒的企业、怎么了解白酒的文化？其实我想说的是，如果你对白酒没有感知的话，你就不了解为什么茅台酒这么好喝，为什么大家非要喝茅台酒呢？因为你不了解宴请的文化，这是我想说的一个比较讽刺的事情，所以这里可以体现出来。当然也不是说你会喝白酒就能研究白酒企业的投资了，这也不是，而是对于产品质量有感知的人能够更容易理解产品，有优势。

再说一个反例，最近上市了一个潮玩 IP 品牌，我也在研究，我今年 40 多岁，很多年轻人，包括我家孩子喜欢的潮玩 IP 玩偶，我都买回来了，研究了半天我觉得没什么新鲜的，我也回忆自己小时候对这些东西是不是有那么痴迷，我的结论是：很可能昙花一现，可能就是在自己的生命周期里玩三五年，没有持续性。当然我的结论可能是错的，这些企业还在不断成长，但我想说的是告诉大家，如果你对一个产品服务没有深入体会，你不太理解这个消费群体，不太可能了解客户，这是问题所在。当然也不是说你了解了产品和客户就能做好投资，或者这个股票就值得投资，那还差得远，不能这么等同和类比。

有些朋友有问题，一会儿再聊，有些朋友说投茅台不一定喝。我也没有这么说，只是你如果对产品有深入了解和体验，你相比别人就会有更大优势，并不是一定要成为它的用户，但有优势是不一样的。

我们格雷选股就是好公司、好价格。差别在于对好公司的定义和好价格的定义上，格雷对好公司的理解有四点：

- 1、好生意。
- 2、好壁垒。
- 3、好前景。
- 4、好管理。
- 5、好价格。

我们把商业模式和护城河放在非常重要的位置上，很多行业虽然赛道好、成长性高，但我们不会投很多，因为商业模式和护城河不够，很难做到持续的盈利增长，这是我们可能跟很多同行的差异，因为很多同行最近无论是公募基金还是私募基金，大家都是想赛道第一位，找赛道找龙头，但我们不完全是这样，举个反例，很多年前有个 A 股的上市公司是做户外运动用品的，我们的研究总监大力推荐，因为当时认为这个行业高成长

会每年 30-50%，因为户外刚刚兴起，2005 年我也是户外玩家，只是很浅度的，随便玩玩，2005 年就用过一些品牌，当时我就否定了这个理由，为什么？因为我自己有体会，我发现大多数户外玩家还是偏向于买国外的品牌，因为在美国户外运动是人家的家常便饭，特别普及，所以国外会诞生很多品牌，包括始祖鸟等很多品牌，国外确实做的品质好，记得我有次去户外玩我们用了个帐篷，结果那天晚上下了中大雨，户外露营时我们发现有三五个帐篷哗啦哗啦漏雨，一问全是国产的，不漏雨的是国外的，当然价格差异巨大，所以当时很多人买国外的户外品牌也很正常。但为什么我会否定投资 A 股这个公司呢？一是国内品牌占领消费者心智远远不够，大家买首选国外品牌。2 是虽然增长很快，但行业竞争对手太多了，所以行业赛道很好但不足以让公司充分享受行业的成长，因为属于下滑甚至是不增长的，结果这个公司从 2015 年之后收入利润变得很差。这是随便举个例子。

商业模式和护城河，我想讲一个例子，为什么房地产住宅开发公司市盈率只有三五、7、8 倍，而房地产的物业服务管理公司市盈率可以有三五十倍甚至更高，大家想想为什么？

很多人说物业服务管理公司增速快，没错，但港股有些地产公司增速也不慢，为什么只有三四倍？很多人说房地产公司用杠杆，负债经营，经济不好时大家担忧是不是有资金链的风险，这些都对，还有一点就是商业模式差异巨大，比如我们买套房子，这个房子不管自己住不住，物业费必须一直交，对于公司来说，每年可以获得物业管理费，续费率基本是 100%，如果一个小区的项目里不交物业费的比例有多少？从全行业的统计口径来看不到 5%，也就是所谓的老赖或历史遗留问题，对于一些新的小区，或是一些相对商业化的住宅基本大家都会交物业费，对物业服务管理公司来说它的增长来自于什么？只要再接管一个小区，相对于原有小区就增加一部分管理面积、管理合同，我就增长，这样的商业模式是不是很好？所以对这样的公司估值就可以给的高一些。

当然我说的并不全面，只是我们分析一个企业为什么有的估值高有的估值低，当然很多因素决定，但我们必须考量一个问题就是商业模式（赚钱的方式），商业模式跟什么有关？我们自己的总结就是要实现持续增长的盈利，持续、增长、盈利，三个形容词，这样才可以给它比较好商业模式的定性概括。我只是举个简单的例子去理解商业模式。

如果要有现在的认知水平，当年我做教育培训学校的时候可以做得更好更大，因为当时我们做的最大的教育培训的收入来源主要是成人，偏考试类，比如四六级考试、考研培训，但我们比较少的收入，比如 K12 的口语、课程辅导，虽然也有这样的培训部门，有专门的人才负责运营，但从公司层面没有重视，因为成人培训收入大、快，一年就可以实现很高的盈利，一个班能上几千人，利润丰厚，老师收益固定，但问题在于如果以长期的角度、商业模式的角度来看，对于 K12 来说虽然续班率达不到百分之七八十，但它有强大的口碑传播力量，慢慢的这个班学生从 10 个人变成 20 个人，从两个班三个班变成十个班、二十班，这就是为什么 K12 教育比成人培训好，为什么有两大市值公司的重要原因，最好的赛道肯定是在 K12 领域。

说到护城河我的理解是要做到唯一性，投唯一的公司，唯一不是真的唯一，比如喝酒，可以喝的酒多了去了，没必要一定喝茅台，但在消费者心里最好的酒是谁，不言而喻，这就是我认为的唯一，要找到唯一的公司，基本没有竞争，没有竞争利润就不会下滑，加上产量有限增长的确定性就高。刚才我跟大家分享可口可乐，我在雪球上看到很多人分析可口可乐，巴菲特的投资怎么失败，可口可乐对比茅台，我觉得咱们可以把功课做得扎实一点，可口可乐利润下滑一半，那股价能扛住吗？茅台利润能下滑吗？未来五年可能吗？那是确定的，可口可乐是什么？水饮料，对于水饮料来说你的选择性是不是非常大？当你渴了走在路上时碰到小商店，是不是卖什么水你喝什么水？你有选择吗？没有，但当你面对很多饮料的时候你选择是不是随机的？所以我认为这样的公司没有特别大的护城河，为什么巴菲特投可口可乐大家认为是经典案例？因为今天的可口可乐不是以前的可口可乐，或者说过去的可口可乐只是一种碳酸饮料，现在可口可乐的业务非常复杂，不仅有碳酸饮料，还有别的饮料、咖啡、餐饮啊，还有一些别的东西在它的上市公司里，所以已经不能对比了，如果我们只是单纯说可口可乐碳酸饮料，确实相对于所有饮料它没有味觉记忆，喝再多其他饮料感觉一杯就腻，但喝可口可乐两瓶三瓶都行，没有对口感的记忆，再加上它的时代变化，我认为它已经没有护城河了，不可以类比，可以类比的是康师傅，看一下康师傅是什么增长，和白酒一样吗？不一样。

还有人说，你看蒂亚吉欧、保乐力加，也是 20 多倍的市盈率，我想跟大家说的是，国外的烈酒基本都是以自饮为主，不是像国内中国人喝酒一样，大家一块儿喝酒，互相敬酒，国外替代的是红酒作为佐餐酒，而不像保乐力加这样的烈酒，这样的酒只是在酒吧里，所有国外酒和中国白酒的定位和商业模式不一样，不能类比，所以我们会看到确实是国外的 LVMH、爱马仕、雅诗蓝黛这样的公司有一定可比性，但它们的商业模式还是不如高端白酒，因为它们没有社交属性，都是自己买给人看，而中国白酒是喝给别人的，是一种尊重、一种情感，还是有差异。时间有限，其他的就不展开说了，以后再慢慢多聊，我很喜欢跟大家分享企业的商业模式、对企业的理解，因为我看得很多。但这里不是说目前的白酒就值得买，再好的公司也要价格合适。

还有空间，如果没有空间，企业的价值就无法展现、股价无法上涨，我们基本的定义是寻找好公司、好价格，这个基本不变。

护城河，我刚才说了，消费者心智的护城河，还有客户转换成本的护城河，比如互联网的 APP，比如社交产品，转换成本非常巨大，这就是它的护城河所在，也是我们非常关注的领域，最终面对我们刚才说的好公司，特别是前面说的好生意、好壁垒、好前景和好管理，我们会选出一系列行业，参考了美国同时期的发展规律，我们会觉得食品饮料（特别是以内需为主的），未来还会有非常长期的发展空间，中国各个领域里的龙头企业，如果现在不是世界第一大，未来也会成为世界第一大公司，我们相信指日可待，因为中国的内需市场非常强大，主要是食品饮料，游戏产品，还有教育产品我们也比较看好。还有一些可以改变世界企业的方向，比如港股的互联网相关投资，还有云计算，我相信中国未来五年十年是非常好的赛道，我认为仅次于白酒，值得我们重点挖掘。

三是新能源汽车，这已经没有任何质疑了，已经变成了事实，只是发展速度快慢的问题，所以我们也会在新能源汽车领域寻找一些投资机会。

现在我看好的几个方向主要还是以长期视角思考，并不是短期，不夹杂着估值，比如估值高了就不看好了，我想说的是并不包含对股价高低的评判，只是对未来这个行业发展前景的思考。

风险控制，主要有系统性风险控制和非系统性风险控制，格雷的风险控制主要放在事前，把对企业的研究做深做透，我们发现美股港股很多股票一开盘就会跌 50% 甚至 80%，即使有很强大的交易能力，也很难在开盘不跌时卖掉，所以风险还是承受了，最大的问题就在于不买错股票，不买得太贵，这是作为投资者需要规避的最主要两点风险。

下面是公司的简单介绍，快点过一下，很多朋友了解并不多。我们是 2010 年成立，但实际上发产品是在 2011 年，同时我们在去年发了一个 15 年封闭期的产品，包括国内和国外，也做了美股、A 股和港股，15 年海外投资的历史，我们有 50 支股票池的制度，在 A 股、港股、美股加在一起，只有 50 支股票，因为 A 股、港股、美股加在一起将近 10000 支股票，想进入格雷的股票池需要把现有的股票替换掉，只做 50 支，而不是加入进更多，变成 60 支、100 支，这里面的思路就是骑驴找马，永远找最好的（50 支股票）。

我觉得主要的机会在港股的互联网，具体港股互联网投资机会分析可以参考杜可君博士的路演。从宏观的角度来说港股从市盈率，和 A/H 股差价因为港股反映的是整个行业以及港股所在公司的基本面，比 A 股更敏感，A 股可能更多受制于政策和流动性，但港股基本面只要稍有改善就会有不错的表现，再加上港股经过 2018-2020 年三年大幅跑输 A 股，同时在去年全球放水的环境里还跌了 4%，相信今年无论是从微观还是宏观港股都有很不错的机会。

而且港股可以看到一些数值，港股在互联网科技的持股市值最近一年增加了三倍，而且港股不仅有现有的龙头股票，还有抖音、滴滴等互联网细分巨头都会过去上市，所以港股肯定是中国未来的纳斯达克，这是港股最大的机会，而且和 A 股不同在于，港股是偏软性的互联网，而且 A 股更多是硬件代工企业为主，所以想要投资中国互联网肯定要去港股，所以港股今年机会最大，会跑赢沪深 300，这是我的看法。

最后跟大家分享格雷的优势，我们是以股权投资作为基本出发点和视角看企业，聚焦于中国 15 年，主要布局消费和互联网，做美股、港股，A 股也做了 15 年，因为中国的未来，特别是 A 股的未来我相信会越来越国际化，不仅是估值，包括投资风格，相信我们会更早适应 A 股的风格，如果大家还有想要关心格雷的可以关注格雷资产的公共号，有一些相关文章和观点跟大家及时分享。

今天跟大家的交流就到这里，谢谢大家，下面看看有没有大家关心的问题。

提问：对未来市场的看法。

张可兴：说实话对市场看法短期预测是非常的，如果要做拍脑袋的判断，我个人认为今年市场大概率没有系统性风险，无论美国还是中国，都不是暴风骤雨式的紧缩政策，

而是慢慢收紧，等待经济适度复苏才会大幅收紧，时间点可能至少要到下半年或者明年，所以短期风险是比较小的。同时因为美债收益率上升比较快，可能对大家的估值体系有很大变化，导致前期涨幅巨大的核心资产下跌较大，有 30%甚至更高的跌幅，我认为这样的跌幅已经充分反映了预期，如果短期再大幅下跌，可能性比较小，这是我对短期的看法，所以今年的机会可能更多来自于精选个股，同时一些顺周期行业不排除会有阶段性表现机会，如果能够找到不错的股票，相信今年还会实现 20-40%左右的收益，主要机会来自于港股的互联网，A 股并不是看空，不是没有机会，只不过这些机会需要精挑细选，不能有太高预期，这是我对这个事情的看法。

很多人觉得说到股票就代表买和卖，我们今天的交流是单纯分析企业本身基本面，不考虑估值高低，也不判断当下的机会应该卖还是买，这是今天交流的初衷，如果大家觉得过程中对有些人有误导，请不要在意，买者自负，我没有任何这样的建议。

今天的交流就差不多了，希望下次有机会深入交流企业，谢谢。

9、专注卓越企业，抓住港股的重大投资机遇

作者：@冯立辉-格雷资产

发表时间：2021-03-24

精彩观点：

1、在股票投资中波动从来都不是风险，反而是布局绩优企业的机会。

2、近期 A 股市场回调的原因：一是很多股票前两年确实涨得太多了，估值太高，杀估值；二是现在无风险利率上升对通货膨胀的担忧。

3、不是所有企业的未来都是有确定性的，只有少数真正有护城河的企业确定性才高，所以我们就要投资做减法，深研精选，选择未来价值越来越高、未来价值确定的公司。

4、投资最大的确定性来自哪里？

投资的确定性来自于企业未来利润的确定性，如何找到未来前景确定的企业。

(1) 专注好公司，拥有深度护城河和强竞争壁垒，“要么唯一，要么第一”的卓越企业；

(2) 在行业中做减法，深度聚焦大消费、科技互联网、医疗服务这三大行业。

5、未来我们最看好的是港股市场：

(1) 港股现在处于近三十年来的第四次估值底；

(2) 真正代表中国新经济的企业大多数是在中国香港上市的。

6、好公司的“五好标准”：好生意、好壁垒、好前景、好管理和好价格。

以下是路演实录内容：

今天跟大家分享的主题是“专注投资卓越企业：抓住港股的巨大投资机会”，当然还想跟大家分享一个主题：没有确定性就没有胜利。这也是我们投资这么多年的一个深刻认识，闲话少叙，开始今天分享的主题。

我本人可能大家也比较熟悉了，2006年进入证券投资领域，之前一直在股权实业投资，2006年进入证券，先后在A股、港股、美股三个市场做了15年，本人看大消费互联网领域看得多一些，特别是对企业的竞争优势、企业的商业模式有一些我们自己的认识。

今天在和大家分享我们的投资主题之前我想讲第一个问题，确实在春节之后A股遭遇了比较大的调整，包括港股的医药科技龙头也都回调比较大，但大家会关心这究竟是不是牛市结束，巨大风险来临？首先我给大家一个主题概念：在股票投资中波动从来都不是风险，布局绩优企业反而是机会，也就是这一个企业有着美好的前景，那么它的股票波动回调实际上是我们上车的机会。

这张PPT不知道大家能不能看清楚，中国优秀上市公司从2007年到2019年13年间整个上涨了31.92倍，也就是上涨了接近32倍，年化收益达到了31%，远远高于上证指数并且达到了非常优异的涨幅，整个实现了穿越牛熊的回报，这穿越牛熊的回报中经历2008年腰斩，2015年大幅下跌，也经历了2018年，经历了三次中国A股比较大级别的熊市，会发现这些优秀上市公司最后还是给我们创造了一个非常惊人甚至满意的回报。

是什么能让他们持续穿越牛熊呢？实际上是背后的业绩成长。这些股票选择的标准比较简单，这是睿远做的，近五年ROE大于20%，这个指标再加企业利润增长大于0%，优秀公司的标准就是净资产收益能力、盈利能力强的公司，是这么一个组合。无论是2008年的大跌或2016年的熔断，中美贸易战，经过P2P爆雷，非洲猪瘟，各种利空事件下来，真正的优秀公司长期收益是能够穿越牛熊的。

第二，我们看一些比较确定的龙头企业，以某消费龙头和某互联网龙头为例，实际上它们都实现了上市以来600倍的上涨，但我们会发现它们在这个过程中并不是一路上涨，中间都有近10次回撤在20%以上，并且几乎每年都有不止一次超过10%的回撤，所以我们会发现任何好公司，即使是长牛股，它的波动都是非常正常的，也就是股票回报是一个在波动曲线中实现高收益的回报，我们希望投资曲线又直又陡，一条斜线，但往往直了就不能陡，收益率会下降，所以波动相当于外界给一家优秀上市公司的报价，报价有高有低，我们无法完全控制波动，但我们追求企业最大的成长去实现超高的回报。所以真正对业绩成长确定、前景确定的卓越企业，我们说波动不仅不是风险，反而是机会，因为你能买得更便宜了，这是很简单的一个道理。

比如我们认为一个公司股价将来值100块钱，之前是60，现在回到50了，也就是接近20%的回调，回到50我们的收益率就是翻倍预期，它回调越多我们的预期收益率越高，这是一个基本理论。所以巴菲特有一句话：我们宁可要跌宕起伏的15%的回报，也不要四平八稳的7%-8%的回报，这是股票投资最大的特征，股票投资就是在波

动中追求高收益,所以我们不用担心最近跌下来的风险,实际上跌下来最主要两个原因,一是 A 股很多股票前两年确实涨得太多了,严重高估,特别是静态估值,一两百倍的股票一大把,高估、回调,这是正常的,杀估值是经常发生的事情。二是美国十年期国债无风险利率提高,在 DCF 模型下影响企业的估值,所以大家觉得会有风险,可是整体看待这个市场,很简单即使是无风险利率在上升,但最多预期也无非是回到疫情之前 2 个多点(十年期国债),我们判断在 5-10 年之内,整个全球市场包括中国市场是一个低息的环境,这和 70 年代美股漂亮 50 泡沫破裂的背景完全不一样,美股漂亮 50 当时在破裂之前十年期国债收益率已经达到了 6 个点,破裂之后一直到 1979 甚至 1980 年最高达到了 16 个点,甚至 1980 年还有 14 个点,我们想如果无风险的国债收益率达到 14 个点、16 个点,那么股票估值大幅下降实际上是非常正常的,即使 1973 年之后美国漂亮 50 有的真的腰斩了,但这是在无风险利率高达 10 个点以上的背景下发生的,即使发生之后我们统计了漂亮 50 的平均涨幅,从 70 年代到前些年也涨了 200 多倍,远远跑赢标普和道琼斯指数,所以好公司回调本身并不是风险而是投资机会,这是我跟大家就近期市场下跌表达的第一个观点。

另外,在 3500 点配置基金收益如何,这是 A 股历史的统计,基金的回报(万得的统计),拿公募基金的平均回报,无论过去 3500 点(13 年前就出现过)到现在,无论什么时点买入,只要持有的时间足够长,它的收益都还是不错的,这只是个基金的平均回报,如 2016 年初 A 股到过 3500 点以上,到现在这个平均回报只有不到 10 个点,但我们有个老产品也在雪球代销,年化回报达到了 20%多,其实好的管理人或好的基金,它的回报又会远远超过平均回报的。

我先简单介绍一下格雷吧,可能有很多新的雪球投资者对格雷并不了解,格雷是一家把买股票当作买企业股权的投资机构,我们是 2006 年进入股票市场的,之前是实业和股权投资出身,进入这个市场我们就进入了三地(A 股、港股、美股),因为我们要找中国最有前景和前景最确定的企业,做中国最顶尖企业股东的心态来投资股票,这些企业不只是在 A 股上市,特别是一些新经济、科技互联网的龙头企业,它在美股和港股上市,我们就要去这些地方投,所以 15 年的海内外投资经验这也给我们 A 股,尤其是近五年来机构化注册制下的 A 股,正在向国际成熟市场靠拢,无论是估值体系还是市场偏好,我们都在走向成熟化或机构化、去散户化,这样一个市场我们是更加适应的,尤其是这个进程还远未结束,未来可能还会不断推进,在这样一个推进过程中,无论是港股美股 15 年的投资经验,包括港股的很多标的,我们不仅研究了十几年甚至还投资了十几年,这是我们的一个优势所在。

二是我们的阳光产品发行在 2011 年,目前有 36 只产品。值得一说的是 2020 年我们发行了一支业内首创的 15 年封闭期产品,当然绝大多数投资者不愿意投封闭这么长时间的产品,这个产品的成立是基于客户对格雷的深度信任,因为如果没有极深度的信任是不可能买一支基金 15 年不允许赎回的基金的,无论是对我们的投资体系、投资理念还是投资能力的深度信任,这里和大家说一下。

过去格雷蝉联了四届金牛奖，特别是连续获得了两届五年期，因为私募基金金牛奖最长的就是五年期，我们连续两届蝉联五年期金牛奖，这在国内私募基金里不会超过 18 家，中证报有个统计，2020 年五年期金牛奖入门门槛是五年期回报超过 135%，当然还会对管理人的风格一致性、投资能力，风险控制能力和团队稳定性等多个指标进行评价，这是被国内公认的中国基金界的奥斯卡奖。

以上是简要情况介绍，不多说了。

我想跟大家分享的第二个观点是，投资的高收益究竟来自于哪儿，其实认清这个问题我们才能把真正的投资体系理清楚，什么样的投资理念和投资体系，什么样的投资方法才能长期获取高收益？

首先我们从复利说起，大多数投资人往往会高估自己一年的收益能力，比如去年，无论是公募基金还是私募基金，甚至个人投资者，买一些赛道股，都获得了比较好的回报，很多投资者认为一年 30%甚至都觉得低，投资者在高估自己一年收益能力的同时却大幅低估长期收益的能力，很少有投资者会认为自己的 100 万将来一定能赚到 1 个亿，很少有投资者敢这么想，你买一份私募基金 100 万，将来赎回的时候，或者投资生涯内它能给他赚到 1 个亿，没有什么投资人有这种信心，可是复利告诉我们，从 100 万到 1 个亿是 100 倍的涨幅，无论你年化收益是 15 个点、20 个点还是 30 个点，在大多数投资者的投资生涯内是都可以实现的，15 个点上升 100 倍，100 万到 1 个亿只需要 30 多年，如果年化收益做到 20 个点只需要 20 多年，年化收益 30 个点当然只有十几年了。所以你看我们一边会觉得一年 30%的收益还不够高甚至还不满意，二是对长期获得 15 个点收益没有任何信心，长期收益来自哪里？说实话，真正的长期高收益不是来自于某一年的收益高，某一年多 30%、50%，而在于高确定性，也就是说我能获取未来复合 20%的收益，20 多年就能翻 100 倍，巴菲特已经给大家非常精准的数据，55 年伯克希尔上涨了 28100 多倍，年化收益率正好是 20%，跑赢同期标普 500 的 234 倍，这 55 年标普 500 也涨了 234 倍，但年化收益只有 10.2%。

我们看一下年化收益 10.2%，55 年也有 200 多倍，其实买一份私募基金也好，自己投资也好，我能不能赚到 100 倍、200 倍，也就是 100 万变成 1 个亿，其实年化收益即使低到 10 个点也是能做到的，但时间更长，55 年，很多人觉得投资生涯未必 55 年，但对于二三十岁的年轻人我觉得 55 年没问题，因为人均寿命也在增长，巴菲特就给我们真实证实了年化收益 20，28000 倍的回报，这就是复利的威力。

但在复利的威力下要实现复利需要的是什么？需要的是赚取复利的确定性，这个确定性来自哪里？我们如何能够让回报长期做到 20？难道是每年赚 20？当然不是，巴菲特 55 年间 20%的回报复合回报，28000 倍的总回报其中 11 年是负回报，也就是伯克希尔的股价有 11 年是下跌的，下跌年份在 20%的比例，还有 13 年没有跑赢指数，我刚说了，波动不是风险，股票的高回报就是在波动中持续创新高这样实现的，股票投资的特点就是这样，但它的确定性在哪里？我们回到股票投资的本质：

1、如果我买的企业未来复合增长超过 20%，如果我以合理的估值买入，那我的收益率一定是大于 20%的，因为 $\text{股价} = \text{EPS} \times \text{PE}$ ，如果以一个合理估值买入，未来还出现这个估值，那我的股价涨幅就会是企业的复合增长速度（也就是 EPS 的增长速度），如果买的企业 EPS 增长速度是年化 20%以上，那我的收益会超过 20%的回报，因为还有分红回报，红利再投资的回报。所以这是一个确定性。

2、如果我买的企业每三五年翻倍，或利润每三五年翻倍，然后以合理估值买入，同样我获取的复合回报是 20%，也就是说真正的高收益是来自于高确定性，高确定性不是股价的确定，而是企业成长的确定性，有了企业成长，有了前后两个合理估值（买和卖），那就是股价的增长，这就是复利的威力。

真正的高收益是来自于高确定性，这是我要跟大家表达的第二个观点。这个观点之下你就能理解为什么巴菲特说“十鸟在林不如一鸟在手”，为什么说“不要尝试去迈过七尺的栏杆，而是一尺的栏杆”。实际上都是在讲能力圈，都是在讲做高确定性的事，或者说都是在讲一件事，投资是做减法，这也是我们跟大家要表达的一个东西。

追求股票收益的确定性，我们就要从股票的本质说起，在我们眼里买股票就是买企业的股权，如果一家企业的价值或一家企业的股权价值、这家企业未来成长 100 倍、壮大 100 倍，大概率它的股权价值上升 100 倍，股价也会跟着上升相应的倍数，就看你什么估值买入，如果同样的估值买入，到企业价值增长 100 倍的时候又以同样的估值卖出，你的收益就是确定的 100 倍。所以股票的本质实际上是你是这家公司的股东，不过是这份股权可以交易，每天有报价而已，你这份股权每天有报价，但本质并没有改变，本质是这家公司的股权，你这份股权的升值最重要的是这家企业本身的价值是提升的，这是第一。第二， $\text{股价} = \text{EPS} \times \text{PE}$ ，股价由两个因素决定，第一个因素是企业的利润、企业的大小规模，二是企业在当前的估值，但拉长时间看，比如穿越几轮牛熊，长达五到十年的维度，因为估值上下波动，但它终究是一个区间，而影响企业长期价值的真正是企业的盈利，还是企业的规模，这是殊途同归的。

我们知道了股价和股票的本质，我们要投资股票需要做什么？因为不是所有企业的未来都是有确定性的，只有少数真正有护城河的企业确定性才高，所以我们就要投资做减法，深研精选，选择未来价值越来越高、未来价值确定的公司，当然从投资周期上还有一件事：长期。

如果我们说没有确定就没有胜利作为投资的逻辑，那么首先没有精选就没有确定性，因为绝大多数公司的未来是不确定的，只有少数商业模式好，建立深度商业护城河和竞争壁垒的公司才有着美好确定的未来。

二是没有长期就没有确定性，因为影响股价的除了企业的未来之外还有重要的一点是估值，而估值的波动完全没法儿准确判断方向，所以只有长期才会说现在低估了，未来会高估，现在合理估值，未来还会出现合理估值，这样企业的盈利前景或企业将来发展的前景就会反映在股价上，这就是股票本质是股票收益确定性最终的根源，大家知道

格雷是专注投资卓越企业，只有卓越企业的前景才是确定的，所以要实现这个价值观，那么我们需要深研、精选、长期、专注这样的方法论来实现。

很多人说格雷过去七年复合收益还可以，大家特别关心，你们能不能给业绩归下因，或者说未来还能持续获取回报的因。刚才我讲股票本质时已经跟大家说了，高收益的确定性，或者叫高确定性，决定了赚取复利高回报的本质，但高确定性的投资需要可持续的投资体系，这是我要跟大家分享的观点，因为只有可持续的投资体系才能够在未来持续获取回报。

我们说历史业绩，大家看管理人也好，看自己的投资也好，它是一个结果，它不是因，也可能是因为运气好，也可能是因为胆子大，冒巨大风险的情况下赚到了可观的回报，但时间一长，可能最后它的回报会变成负的，这就是大家经常说的，每年翻倍的大有人在，但三到五年下来还翻倍的人就大幅减少，实际上就是他的投资方法不具备确定性。

为什么刚才我从投资的本质说起，因为你抓住了股票的本质你就抓住了可持续收益的源泉。对我们而言，可持续投资体系，一是用股权投资，实业视角投资股票，把买每一支股票都当买下这家公司来看待，这样的方法就是可持续的，如果你买入的这家公司长期是壮大的，是没问题的，当然你的收益就是长期确定的。在这个体系下不是什么公司都能买的，投资最重要的，也就是我们从巴菲特身上最该学的东西不是巴菲特的安全边际等，他有很多理论，说了很多话，实际上最重要的就是你深刻地知道做减法而不是做加法，只买最确定的公司，有了公司前景的确定性就有了股价的确定性，有了股价的确定性就有了复利的确定性，无论是 100 倍还是巴菲特的 2 万倍，回到本质同样都是去买高确定性的企业。

在我们眼里最大的确定性来自什么？

一、专注好公司。也就是专注投资卓越企业，什么叫好公司？

商业模式最好的企业是好公司，做价值投资的，有很多流派，有看低估值的，有看成长的，其实低估值是结果，成长也是结果，如果一家公司 5 倍市盈率最后利润下滑 90%，他同样高估是高估的，因为利润下滑了 10 倍，即使股价不跌也变成 50 倍市盈率了，所以所有的都是基于企业利润的基础上，能确保企业利润未来持续向上的就是商业模式要好，这是本质，什么叫好商业模式？什么是最好的商业模式？我们认为就是深度护城河和强竞争壁垒。

一家企业有了极深的商业护城河，也就是说竞争对手不能侵蚀它的利润和它的市场份额，反过来它能侵蚀竞争对手的市场时，这家企业就具备了深度的护城河，只有这样才能确保这家企业利润的稳定和增长，这就是最好的公司，用我们的话说叫“要么唯一，要么第一”的公司。什么叫“唯一”？就是一家公司几乎垄断了这个行业的利润，“要么第一”就是虽然我有很多竞争对手，但我的竞争力最强，我具备竞争壁垒，我能侵蚀他们的市场，他们侵蚀不了我的，我有定价权，他们没有，这就是我们的选择标准。

选中国最顶尖的企业，各个行业里要么第一要么唯一顶尖的公司。数量限制呢，因为大家有不同的标准，对我们来说，我们是限制到 50 家，也就是我们的股票池不超过 50 家，A 股、美股、港股加起来 1 万多家上市公司，我们的录取率就是 0.5%，只有减法做到这种程度才能确保我们的池子里是我们认知范围内最好的企业，只有我确定了最好的企业，它们的前景才确定，它们的前景确定，未来的股价才确定，未来的股价确定，我们的收益才确定，我们的收益确定了，我们的复利百倍、千倍、万倍才确定。如果说业绩归因分析，或者说未来持续的业绩创造，这是我们完整的投资体系和逻辑。

50 个股票池是不是不更新了？我们一直在更新，我们的更新标准，找到一家新的好公司，它足够好还不够，比如我们在某行业发现了一家竞争力很强，未来成长确定性很强的公司，这个基础上它还进不了我们的股票池，还要做一件事，它除了证明自己足够好之外还要证明它比现有股票池里的哪家公司更好，剔除它才能进我们的股票池，也就是说我们要时刻保持我们这 50 家公司是在我们认知范围内中国最顶尖、最好、前景最确定的 50 家公司。这是第一个做减法。

二、在行业中做减法，过去 18 年从一级市场开始，我们就深度聚焦大消费、科技互联网、医疗服务这三大行业，因为这三大行业已经囊括了几乎 80% 的牛股，我们统计过美股、港股、A 股，甚至美股上百年，所有 10 倍以上的股，包括百倍、千倍，甚至美股已经有 10 万倍级别以上的股票了，这些 10 倍以上的牛股我们发现近八成来自这三大行业，我们分析为什么这三大方向牛股倍出？这要回到我们的选股标准上，选公司做减法的原则是什么？商业模式好，护城河深、强竞争壁垒，这三个行业偏偏是商业模式比较好的行业，这些行业的龙头企业能够建立深度行业护城河，以大消费为例，消费和服务，实际上这个行业是有品牌心智的，无论是买锅、买空调、买抽油烟机，送礼买白酒，甚至抽烟，我们的任何消费行为，甚至服务行业，给孩子上奥数培训班，你脑子里都会迅速形成一家占据你心智的品牌，我就不一一举例了，大家去想想，我们做任何消费的同时是不是有一些企业的品牌占据了我们的脑子和心智？它占据我们的心智，这家企业就能持续获得这个行业的市场，持续抢掉竞争对手的份额，特别是有定价权的企业还能持续提价，获取更高的利润，因为这些行业能够建立深度的商业护城河，用我们的话说叫“消费者心智护城河”，所以才能形成长牛股，它是因和果的关系。

行业特点决定这些行业能够建立护城河是最终形成长牛股集中营，科技互联网其实也一样，因为这个行业的特点是赢家通吃，一个企业，特别是这个企业里最强的那家公司，它甚至会垄断这个行业，基本上会具备技术领先护城河或客户转换成本护城河，以互联网企业来说，我们常用微信，为什么过去能成长 600 倍，并且现在还在高速增长中，就是因为它具备人类社交交互的深度商业护城河竞争壁垒，别人取代不了它，在这个用户关系的壁垒上它能推出各种变现形式，游戏、广告、视频、金融都是它的变现形式之一而已，这远远不是它所有的变现形式，包括视频会议、金融投资，包括小程序，还有现在做起来的视频号，都是它变现的手段之一，或者说服务场景，它可以有无限多的服务场景，但所有场景都是建立在它把中国几乎所有网民笼络在以微信/QQ 为中心

的网状社交平台下，这就是互联网企业、科技企业能建立的客户转换成本互护城河，因为客户离开这个平台，用别的平台，我走了，我的朋友走不了，我加入的群不能同步走，转移成本极高，正是因为科技互联网企业能够建成这种深度的商业护城河，所以它才能形成一个行业去占据垄断的利润，甚至一个企业吃掉多个行业的大部分利润的格局，所以才会出现这种涨了十倍、百倍、千倍，像美国亚马逊已经涨了几千倍的这种长牛股。

因和果，我们首先要理清这个逻辑，所谓可持续的投资体系，你一定是投资“因”，无论股价上涨还是企业成长都是结果，我们要把背后的“因”理清，那投资才可持续，比如过去年化收益 20%以上，未来怎么维持 20 以上？我就要找到企业未来增长 20% 以上的企业，怎么找到增长 20%的企业呢？行业要有足够大的空间，同时这家企业具备核心的竞争力，能够拿下行业增长甚至超越行业增长，也就是获取更大的市场份额。

接下来讲第三个问题：我们对未来市场是怎么看的。

格雷有三位基金经理，张总、杜博应该也和大家分享过，未来我们最看好的是港股市场。第一句话，港股现在处于近三十年来的第四次估值底，当然这是从去年开始的，所以说近三十年，实际上包含了 1998 年的东南亚金融危机和 2008 年全球金融危机，历史上港股估值最低、港股估值见底就是 1998 年、2008 年，还有 2016 年的 1 月份，之后港股的表现如何？从最近两次说起，2008 年港股估值见底之后，2009、2010 年港股上涨了 130%多，恒生指数，不是优秀股票的表现，有些股票在指数涨 130%的时候就翻了很多倍；第二次是 2016 年 1 月份，港股见底后，2016、2017 两年涨了 80%多（恒生指数），当时那两年港股是全球的涨幅冠军，虽然我们说美股 12 年牛市，在 2016、2017 这两年恒生指数是全球主要市场涨得最好的市场，去年疫情港股又一次达到了历史最低估值。

当然现在的估值稍微有些抬升，不是因为恒生指数上涨，恒生指数相比去年也没什么涨幅，1 月份涨一波现在又调下来一些，是因为两个原因，一是它的成分股里的部分股票，利润大幅下滑，利润下滑自然提升了市盈率，提升了估值。第二个原因是一些高估值的中国科技互联网企业进入了恒生指数，即使不上涨，科技互联网企业本身的市盈率提高的恒指的估值。即使现在目前恒指在全球主要市场也是估值最低的，这是第一个，估值优势，体现估值低还有第二个，就是我们说的 AH 股差价，大家不要以为 AH 股差价 140%、150%理所当然，历史上达到 140%、150%就是 2015 下半年到 2016 年初那个阶段，之后大家知道发生了什么，2016、2017 港股全球涨幅冠军，去年底又达到了 150%，接下来我们就知道 1 月份恒指涨的全球最好，当然现在又回调了一些。

实际上大家千万不要以为高估值溢价一定可以长期持续，从过去十几年我们统计，估值溢价的中枢不到 120%，就是在 118%左右，140%、150%这个级别的一定是不合理的，或者说是上限。另外在 2011 年到 2014 年港股的 AH 股溢价多次到过 100 以下，2014 年出现过最低达到过 90%，也就是港股比 A 股贵（同股同权的），在现在全球资本流动的情况下，沪港通、深港通、港股通，资金互相流动的情况下，未来的趋势 AH 股差价一定是减小甚至消失的，这是一个方向，所以我们通过比较来看，如果我们觉得

A股市场还有巨大的投资价值，同股同权的港股价格便宜 1/3 或 A 股贵 50%，这样的一个港股市场的投资价值是更大的。

当然大家都知道格雷的投资风格是自下而上，选择中国最顶尖的生意，最好的公司，整体市场的估值，包括 AH 股，只是我们的一个参考而已，大多数既有 A 股又有 H 股的公司往往连我们的股票池都进不了的一些传统企业。接下来我们看看资金面是不是也在一个转折点，实际上从 2019 年到去年，最近几年流入港股的南下资金都在不断加大，比如 2019 年不到 2500 亿，2020 年到达 6700 亿，是 2019 年的 1 倍多，而今年的前两个月几乎就达到了 2000 亿的规模，前两个月又完成了去年的 1/3，所以资金是在加速流入港股的，说白了水往低处流，大家都能看到这边的估值更低，这边的企业更好，那这时候资金一定会向那边去，实际上从我们来说，格雷看好港股不是今天开始，我们从去年年初到下半年一直在持续增加港股的仓位，现在有一半多，接近七成已经布局到了港股。这是资金的流入情况。

资金流向哪里，这是我们要关注的，现在港股的结构是近十年来最好的结构，也就是说港股从资金流入的角度讲，科技互联网是第一块，去年年底已经达到了 5000 多亿，到现在更高，港股第二流入大的就是日常消费和可选消费，消费和互联网这两个领域是港股最多的，为什么说近十年港股最好的结构？大家都知道十年前甚至更早，港股是以本地的公共事业，银行、汇丰、恒生，包括长江实业等本地地产股为主的市场，而近十年随着国内公司大量陆续在中国香港上市，特别是近三年互联网科技公司不断进入港股市场，港股的市值占比科技互联网已经占据了 1/3，同时我们的消费企业，可选消费+必须消费/日常消费，占到了和金融差不多的占比。刚才我们说了，一个市场有没有前景要看这里面的企业有没有前景，这是最大的一个逻辑，美股 12 年创造了 10 倍涨幅的牛市纳斯达克，但真正纳斯达克这 10 倍的涨幅里就是那 6 大科技公司贡献的，把这六大科技公司挑出来，它的涨幅可以归零，甚至可以说纳斯达克是下跌的，这样一个市场，港股有没有这样美好的未来，就要看它组成的指数的企业有没有美好的未来，全球来看最好的这些牛股出自科技互联网、大消费，当然还有医药，我们再看一下港股的医疗医药板块，也在迅速扩张，特别是一些中国新型生物制药企业，龙头企业，大多数又到了中国香港上市，所以港股近十年来结构科技互联网占据 1/3 的市值，消费+医药已经占据了超过金融这个曾经在港股占据最大板块的市值，所以它的结构前所未有的好。

第二，我们知道纳斯达克的 12 年牛市靠六大科技公司支撑，这叫新经济，中国的新经济龙头都在哪儿上市？我们想想国内的科创板、创业板，里面真正代表中国科技互联网的巨头并没有在这儿上市，绝大多数都到了港股，即使没有在港股上市的，也在陆续从美股中概股回到港股，或是在港股市场 ipo，无论是腾讯、阿里、美团、京东、小米、快手，这些企业的新经济巨头齐聚港股市场，所以港股成为了真正中国的纳斯达克，这是我第二个要给大家表达的观点。

中国的纳斯达克现在就是港股，我们看好港股，短期是看它估值最低，有估值的提升， $\text{股价} = \text{EPS} \times \text{PE}$ ，PE 全球最低，资金往低处流，同时抬高估值，这是短期的事情，

1-2 年。未来 5-10 年甚至更长时间就是新经济的巨头，中国真正具备长期成长基因的企业是在港股上市的更多，还是那句话， $\text{股价} = \text{EPS} \times \text{PE}$ ，谁能让 EPS 长期增长，中国经过 40 多年的改革开放，很多传统行业已经失去了增长的动力，至少变成缓慢增长、不增长甚至下滑，而真正代表中国新经济的企业大多数是在港股上市的，这是我们看好港股的第二个逻辑。

接下来用点时间说一下我们对 A 股的看法，因为 A 股最近春节后抱团股跌得比较多，原因刚才我也说了，两个，一是过去涨太多，估值太高，杀估值，非常正常，二是现在无风险利率上升对通货膨胀的担忧。从企业估值的角度来讲，用 DCF 自由现金流折现模型估值，如果无风险利率上升，估值自然是相对下降的，这也是一个逻辑，但现在和美股 70 年代漂亮 50 泡沫破灭完全不一样，即使无风险利率比疫情期间上升，回到疫情前，它依然是一个非常低息的环境，所以我们的 DCF 模型无非是从 7 调到 7.5，对估值的影响有限。

第一，大家不要指望行情发生反转，从绩优股炒成绩差股，这肯定是不可能的，二是不要指望一些业绩增长确定的好公司，这里我要排除一些只有高估值、纯炒概念而没有高增长的概念企业，再指望它们的市盈率跌到 30 倍、20 倍，甚至有人说如果某白酒龙头市盈率跌到 10 倍股价能到多少，大家不要做这种指望，无论是无风险利率还是现在机构化的进程都不会支撑这样的事情发生，我们要知道之所以抱团松动或分化，抱团股下跌，是因为估值太高，涨得太多。但如果市场成熟化的表现，分化就是一个最重要的指标，美股是这样，刚才我已经讲了，美股 12 年牛市就是少部分公司大幅上涨的牛市。

A 股从 2016 年开始分化背后的逻辑一是注册制供应大幅增加，也就是我们的股票越来越多，所以那种只有概念没有价值的票，壳资源的票会越来越不值钱；二是机构化，资金是越来越集中的，机构资金不能碰流动性差的股票，如果日均成交量非常小，那么机构资金是没法儿碰的，二是机构资金是看基本面的，无论是真正的价值投资，像我们深度价值投资，把基本面挖透，看深看远的，还是看短期业绩的，哪怕做预期差，也是做基本面的，这样都会让资金只集中在少数公司上面去，这种结构在过去发生了什么变化？能不能量化？我给大家一个数据：

2016 年之前 A 股后一半的公司成交量 33%，也就是整个后一半的公司占总成交量的 33%，到去年这个数据变成了 19%，去年有接近 4000 家公司，后一半的小市值公司，成交量小的公司两千来家，占总成交量的 19%，大家可能觉得这只是一时的表象，因为这两年抱团，所以是这样，未来还会升回来，大家不要做这种预期和指望，我给大家说一下成熟市场的数据，美国后一半公司占成交量的比重是 2%，我们降到 19%了，美国是 2%，美国是成熟市场吧。第二，中国香港港股后一半公司的成交量只有 1%，我们知道沪港通只有 400 多家公司，前 20%占港股成交量的 96%，其中前 100 家几乎就占了 90%，大家可以看一下数据现在我们后一半的公司是 19%，中国香港是 1%，美国是 2%，亚洲最高的国家是日本，3%而已，所以我们看看，我们难道还要指望市值

小的低价股成为最活跃的股票吗？不要做这种指望，这是注册制和机构化的必然结果。当然这是资金面，导致这个结果最重要的因素是商业的结果，商界规律，经济发展的结果，中国 40 年改革开放，第一，不是所有行业都成长，第二，行业内也不是所有企业未来都是美好的，因为一个股价的未来是依赖企业未来的，如果企业越来越好，有美好前景，它的股价当然会有好的表现。但商业二八原则下中国经济发展到今天，绝大多数行业里的头部企业，抢占竞争对手份额的同时，它的竞争对手变得越来越差，这就是原来在最早发展阶段，饼越来越大，吃饼的人能拿到很多，当饼的放大速度变慢，大家互相抢饼的时候，那家抢到更多饼的企业就会让那些抢不到饼的竞争对手企业越做越小的，这是经济发展的必然规律，全球如此，中国也如此，我们可以看到各个行业集中度都在提升，这就是 A 股的现状和未来。如果大家说抱团就是分化的话，那分化未来一定是持续性的，并且越来越严重，如果你理解是抱团，那我的观点很明确，未来也是抱团的，只是第一，抱的对象不一定是过去这些；第二，即使抱团，一样会有估值调整，大家一定要记住这句话：股价是由估值和企业盈利决定的，你可以找盈利成长的企业，它们没有问题，逻辑也没错，但估值太高了杀估值，风险也是很大的。这也是我们为什么过去一年多一直降低 A 股仓位增加港股仓位的原因，A 股的好公司确实不错，包括春节前我们发布清掉了所有新能源电池产业链的企业，在当时的情况下争议还是很大的，但估值太高杀估值，我们肯定是需要躲避一下的，尤其是你确定了已经严重高估，当然，有些企业看似估值高，它未必是真高估，我们还是要耐心持有的，因为未来分化是主线，是一个长期的过程，好公司会持续享受估值溢价，特别是现金流稳定、增长确定的真正具备核心壁垒的顶尖公司，它们享受资金和估值的溢价将是长期的。

最后用几分钟和大家再重复一下格雷的一些投资策略和选股特点吧，因为讲过很多次我就不用更多时间讲了：

一、高收益的标的在哪里？你一定要把握，投资就是投人类的未来，所以你一定要选择那些未来增长确定的公司，只有未来增长确定的公司才能持续创造新高，并且获得持续的发展。

未来增长确定的公司有几种？其实就是两个：一是不变的公司，或是不被世界改变的公司，很简单，消费为主的企业，吃喝，不被世界改变的企业是真正能持续获取行业红利的公司。

另一个最重要的投资方向是真正引领我们生活改变的，或是改变世界的企业，任何需求和行业大多数都是有一些变化的，哪些企业适应了这种变化，特别是哪些企业引领了这种变化，最终它就会获得长足回报，这个方向主要包括科技、互联网、云计算，它们能够长足地带领我们发展，满足人类需求的同时获得企业巨大的发展，大家一说科技就是高变化，不要有这种观点，特别是一些具备竞争优势、竞争壁垒和商业护城河的科技企业，它的优势领先都是十年二十年级别的，如果我们找一家企业能够维持十年二十年的成长，实际上已经相当安全了，即使消费企业，十年二十年也是有很大变化的，我

们去拥抱真正建立竞争壁垒的科技巨头和消费巨头，中国一定很多行业的消费巨头就是世界最大的，中国的科技巨头也会成为世界最大的公司，因为人口基数在这里。

我们眼里确定的好公司如果用定性的角度讲，那就是“五好”：

1、好生意：具备优秀的商业模式。

2、好壁垒：具备较强的商业护城河，主营业务很难受到竞争对手的侵蚀，甚至最好能做到垄断的。

3、好前景：企业或所在行业具有非常大的发展潜力。即使生意不错，壁垒也比较深，但如果企业没前景了，是下滑行业或下降市场，那投资也不一定是好投资，比如很多行业的需求在下降，它的市场份额又足够高了，也不可能再提升市场份额了，这种企业我们也不喜欢。

4、好管理：再好的商业模式和好的竞争力也需要好的管理层和好的企业文化，来维持自己的竞争力和护城河。因为竞争力、护城河的形成需要漫长的过程，但伤害这个护城河和竞争力只需要几代差管理层就会把它破坏掉，当然，不同的企业护城河不一样，如果基于百年文化和品牌，比如白酒行业，可能管理层对它护城河的伤害就没有那么大，但也会逐渐削弱，所以我们说好生意、好壁垒、好前景、好管理，这是四好。

5、好价格：这也是投资中很重要的，也是最近 A 股、港股回调的根本原因，投资人忽略了“好价格”，好价格不一定低估，其实合理也可以，但严重高估买入股票实际上是有一个杀估值风险的。当然我刚刚说了，企业好公司估值波动本身风险并不大，因为估值下来随着利润增长向上推动，股价还能创新高，因为业绩是决定股价最重要的逻辑，好价格无非是提高收益率的一个手段，我们一定要知道最重要的是什么，因是什么，才能追求到我们想要的果。

当然，护城河这个我讲过很多次，在雪球就不止一次的跟大家分享，有三个护城河是我们特别在意的：

1、消费者心智护城河。

2、客户转换成本护城河。

3、成本优势护城河。无论是基于规模、地理位置、营销渠道建立的护城河，这个护城河中成本优势护城河是最浅的，如果是基于地理位置或规模、渠道优势的，一定要关注这个成本优势还在不在，这个行业是不是发生了变化，它的竞争对手是不是打破了它的渠道优势、规模优势甚至地理位置优势，如果打破了这个护城河就会变化，企业就会发生逆转，所以无论哪一个护城河，你都要关注企业优势的变化，所以我认为成本优势是比较浅的护城河，无非是获取低利润的。不像占据消费者心智，不仅不能被抢占份额，甚至还能定制差异化的价格，卖得更贵、用户更多，获取高毛利润净利润，最后获得高 ROE。

针对不同行业，我们都有自己细分的选股标准，就不多说了，互联网企业大家特别要记住，就是交互，或者说客户转换成本，如果它也有好几亿用户，如果客户换一个平台哪儿都一样，这种企业是不具备护城河的，就像过去我们说的新闻网站，新浪、搜狐

这些，在哪儿看新闻都一样，没有差异化、没有交互，所以这类企业的护城河不深，一定是符合人越多越好用，人越多护城河越深的企业才真正是互联网领域最好的标的。

当然，反过来说，如果我们追求企业的确定性来决定复利的确定性，那么最好的投资就是屏蔽不确定的，什么是不确定的？一是有差，可能会变坏的，我们有很多标准跟大家分享一下，做减法做到什么程度，就是把可能会不好的公司一概屏蔽在外，比如严重多元化的、高负债的，大股东大比例减持的，大比例质押的，比如上周末有个大的争论，我不不知道那家企业是不是有问题，但投资错过没有任何风险，也就是你错过它没风险，但如果你对它有质疑，你觉得它哪些地方不合理，又不能证伪，那可以选择躲避。真正能获取收益的公司是什么？是你自己能证明它所有这些都是合理的，并且它是一家管理人非常可信的公司，并且它所有的行为没有任何问题，你自己能亲自证明，那才去投，不然做减法就是一切可疑的都要当作（风险），在投资中一定是“疑罪从有”，二是一定要以怀疑的角度去看待你寻找的上市公司的标的，因为我们投资人，别说个人投资者，就是我们机构，实际上和上市公司大股东管理层，信息也是不对称的，在不对称的信息下，不完全公开的信息下，我们对投资企业、投资标的的认识是要以怀疑的眼光去看的，这不像交朋友，交朋友一定要以最大的善意阳光、最好的善意，投资一定要记着，要“疑罪从有”，以怀疑的眼光去看待投资对象，如果你觉得不放心就远离它，投资不怕错过，大家记注，十鸟在林不如一鸟在手，你投资的东西是确定的，如果你投的东西每三五年能翻倍，那最后你的复合年化收益就是 20%，20 几年就会有 100 倍的回报，这是巴菲特赚取收益最重要的逻辑，只买最确定的标的，他连 1%的不确定都不要，比如去年为什么他在航空股跌过之后要卖掉，那四大航空公司的股权加起来只占他仓位的 1%多一点，他不允许自己 1%的资金有任何不确定，因为谁都能知道，在疫情好转之后，疫苗出来之后，航空业会恢复，但是因为这些航空公司高负债，有一种潜在可能就是在它恢复之前资产重组，或者说破产重组，老股东的权益没了，最后航空业恢复了，市值也恢复了，但老股东的权益没了，2008 年发生过，无论是当年的花旗银行还是通用汽车，都曾经有过这样的先例，所以我们要理解，真正赚取复利，追求确定性的确保，就是要规避不确定性，巴菲特做到了连 1%的资金都不想有任何的不确定，所以大家记着，投资不仅是你发现确定不好的不要投，任何可能会不好的，有任何瑕疵的公司，或者哪怕它没有瑕疵，只是你怀疑它，你质疑它，又不能证实你的怀疑是错的，那全部屏蔽掉，错过是没有任何风险的，做错了风险是最大的，所以做对比找到收益最高的重要得多，因为有些企业收益高，比如我们 A 股被爆炒的 2014 年创业板牛市的乐视、暴风影音，曾经的牛股现在都已经消失了，你错过它一点亏没有，拿着它到现在是一个巨大的风险。

今天的分享就到这里，总之，我们对自己的认知就是深度价投，这个深度是只选择我们认为最确定的公司，中国最顶尖和前景最好的企业，当然，这要有 15 年的全球投资经历，包括股权投资的背景，这都是我们的优势。

提问：产品开放？

冯立辉：我们有产品在雪球平台，每个月开放一次，月底是开放日。

提问：格雷是复制策略吗？

冯立辉：格雷的产品是复制策略，格雷有三个基金经理，张可兴张总、杜可君博士，还有我，我们是投委会形式，基金经理不同，但投资结构是复制的，持股和持仓都是接近的，我刚才跟大家说了，追求收益的确定性就是屏蔽不确定，我们认为 $1+1+1>3$ 是我们想要的结果，就是我们共同的一个认知、认可的东西，它的不确定性是最低的，所以也是我们追求长期收益确定性的最大优势，这是我们产品的特点。

提问：港股新经济目前的估值如何？美债涨超 1.7%。

冯立辉：其实这个问题我讲的时候回答了，疫情之前美债是 2 个多点，即使 2 个多点，也是低息时代，看看美股，2 个多点的时候亚马逊、谷歌、Facebook、微软这些公司的估值。第二是刚才说看港股新经济的估值，这个各家不一样，新经济公司那么多，有估值高的也有估值低的，我们拿占恒生指数最重的互联网社交龙头说它的估值，看似它的估值 40 倍左右（TTM），但我们知道这个估值只是包含它利润表里的盈利，它有很多没有进入利润表的业务是非常值钱的，比如它的投资业务，现在 1 万亿的现值，其实光实现投资企业的股价上涨，这只是部分企业，很少的一部分，它投 800 多家公司只有不到 100 家有市值变化，它们的市值上涨贡献的利润都是千亿级别，但只有 90 多亿进入了报表的利润，蔚来进入它的报表了，所以这只是它的一块，还有它的云业务，包括它的支付业务，虽然收入占比已经很高了，但利润占比是极低的，包括腾讯会议、视频，小程序，特别是新推的视频号，每个价值万亿级别的业务并没有创造利润，如果剔除这些价值，你也可以说它的市盈率极度便宜，这只是我们对一家企业的分析，看估值，不要看静态市盈率，没有意义，你要看这家公司值多少钱，每个业务价值值多少钱，即使算增长你也要去拆分它几个业务，这个增长来自哪里，是来自付费用户的提升还是用户付费金额的增长，还是来自于用户不同的付费点，变现场景，大家关注互联网企业，不要关注用户的增长不增长，最好是中国十几亿全是它的用户，你去关注每个变现场景下它的付费用户数的增长和付费金额的增长，这才是逻辑，并且你还要关注它的变现场景的丰富，就是它有多少个变现场景，这是我们对行业的一个看法。

这里有很多问题，个股的我不回答了，回答一些关于行业的吧。

提问：白酒产销量逐年下降，如何看未来？

冯立辉：我觉得这是非常清楚的，少喝酒，喝好酒是一个大趋势，看空中国白酒的观点实际上是认为年轻人（不喝酒），或者即使年轻人年龄上来之后喝白酒也会减少，其实这个逻辑我非常认可，我们看白酒这个行业，特别是龙头白酒，现在除了估值高点没别的太大问题，实际上近些年这个行业的产量销量是在下滑的，但它不影响这个行业头部的企业市场份额的提升，中国最头部的龙头白酒现在市场份额只有 0.5%，1% 的市场份额都没有，那这个行业是下滑还是增长对它的影响很小，甚至没有影响，因为它的市场占有率提升到了 1% 就是翻倍，提升到 2% 就是 4 倍，这只是投资白酒的一个逻辑。

第二个逻辑就是因为白酒这个行业是精神消费，具备社交属性，它不是按成本定价，不是高粱多少钱决定酒就卖多少钱，不像牛奶企业，原奶多少钱，一袋奶多少钱基本就定了，跟生产成本挂钩，酒这些年最大的成长一是来自于八大名酒市场份额的不断提升，第二个最重要的，甚至可以说是他们利润增长、股价上涨最大的推动力，是酒价的提升，也就是大家可以看到，不光头部的茅五这些年价格翻了很多倍，就以北京最便宜的二锅头来说（我在北京），十几年前主流二锅头的产品是三块多钱绿瓶的二锅头，现在最主力的产品是白瓶绿贴的牛栏山，15块钱，它的涨价幅度一点不亚于名酒。包括回到过去十几年前，你去看看八大名酒里的古井贡、主流的汾酒，陕西的西凤，它的价钱是多少，现在喝的主流是多少？这是真正白酒的投资，在于行业集中度的提升和行业销售额的增长，其实这个行业量是下降的，但如果看看这个行业，这些年的销售额行业确实是在壮大的，单价提高了，销量下降了，这是我对白酒的看法，包括未来应该还是可持续，这种格局还是会持续。

提问：格雷的港股和 A 股的投资比例是多少？

冯立辉：港股现在在格雷的基金里占了七成仓位，A 股两成多不到三成，我们不是不看好 A 股的企业，是觉得 A 股很多好公司估值偏高，而港股这边的好公司估值更合理，这样的一个配比。

今天因为时间关系我就不跟大家分享更多问题了，谢谢大家，今天的分享就到这里吧。

风险提示：上述文章所涉及个股仅供参考，不构成投资建议，据此买入风险自负。

更多优质内容可以登录雪球免费查看。