



2021 Q2 中原博立投資組合經理評論 - 致客戶夥伴的信

2021年首兩季已經過去了，這半年間市場風起雲湧，整體而言股市在跌跌撞撞中上升。其中，我們曾經歷了因為長債利率飆升而導致的增長股顯著回調，也經歷了市場擔心通脹數字急升而出現短期恐慌。我們的組合雖在過程中也有一定波動，但是總體而言還是穩中有進。我們持有的優質增長股依然表現堅挺，某些核心持股如藥明生物（2269）、碧桂園服務（6098）、Shockwave（SWAV）、Sea（SE）等更在季內輾轉突破新高，為組合帶來動力。

我們於上季的信件中提及市場還是處於牛市之中，因為總體流動性依然非常充裕，同時實體經濟還處於恢復之中，當時並未看到出現熊市的條件。我們樂見當時的預測大體正確，展望下半年我們會繼續維持審慎樂觀的看法，同時也會密切關注以下因素的變化：1) 以美聯儲為首的央行會否持續維持寬鬆的貨幣環境；2) 通脹數字是短期因去年低基數影響而失真，還是是新一輪高通脹的開始；3) 整體股市及個別公司的估值水平。我們會密切留意以上三個因素的變化，並持續作出更新看法。

但是請留意一點，我們並不是宏觀經濟的專家，我們會將大部分精力放在公司投研上，策略依然是中長線投資優質增長股，並於合理估值或以下買入，買入後便盡量持有，直至公司不再符合優質增長股的條件，或股價已明顯高於估值果斷賣出部分或全部持股。

在此，我們希望透過這封信件，來說明目前組合的投資情況，以及對當下宏觀局勢的觀點和思考，並分享相關的投資策略和方向，希望能讓你更瞭解當下的局勢情況，也保持著對長期投資的信心。

投資組合最新情況

在這季度中，我們的組合穩中有進，我們樂見部分持股在經歷第一季的回調後，隨著業績的帶動創出新高。我們在季度內再度優化了內部分析評分框架，其中我們會從多個維度360°審視整家公司，包括公司是否持續創造價值？公司內部的激勵機制如何？公司的研發投入與行業相比如何？每位研究員在推薦任何新公司時也需要附上評分表及完整解釋，我們期望每間被組合納入之公司均最少達到75分或以上，而其中我們希望個別公司的持股比例也會與評分符合，評分越高意味著持股應該越多，但當然要同時考慮估值的情況。

我們在期內進一步優化投資組合的持股，持股數目減少了，一方面是個別公司的基本面或者估值出現變化，另一方面也是我們主動希望持股更集中，將注碼放在更優質的公司上。同時，細心的客戶夥伴或會留意到我們在季內的現金水平較高，我們一直關注著現金的情況，但是我們認為現金水平不是制約我們表現的最重要因素，因為倘若現金花在不適當的投資地方，不但未能創造回報，反而會產生虧損。我們依然努力地尋找絕佳的投資機會，一旦機會出現，我們會果斷地投入資金。

我們繼續積極在三大主力板塊，新經濟、消費及醫療中尋找長期贏家，同時我們的選股標準對港股或美股同樣適用，我們積極在留意新的機會，Research never ends。

公司如何不會淪為平庸？

我們團隊是以深度閱讀見稱，每天花上最多的時間並不是在股票機前面看著股價變動、也不是在忙著交易，而是將時間和精力放在閱讀有意義之年報、書籍及文章上。最近，我們閱讀了麥肯錫戰略業務的三位合夥人Chris Bradley、Sven Smit和Martin Hirt合寫了一本名為《Strategy beyond the hockey stick》的書，希望藉此分享重點內容給大家。

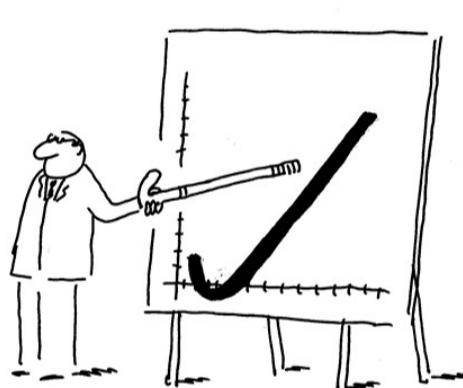
作者研究了麥肯錫企業數據庫中2393家企業（全部為中大型公司）十五年的財務數據，每一年以年底利潤從高至低排列，將其分為5組。結果是，佔五分之一的頂部組別平均利潤是中部組別的30倍，全部企業利潤的90%的被頂部組別拿走，中間的大部分公司靠著2%的利潤率賺著最辛苦的钱，還有大量的公司因為虧損而走向破產。隨著時間過去，大部分公司都向下沉淪直至消失，中間三個組別能進入頂部組別的概率為8%，即使頂部組別也在分化，所有企業的一半利潤也被頭部40家企業拿走。

簡單而言，公司長期要做到基業長青是非常困難的，優質管理層的作用就是為了抵抗“企業利潤長期下降”的趨勢。我們「博立」做投資的核心任務便是希望尋找那些能夠長期抵抗平庸、維持高投資回報率的優質公司。Tesla創辦人Elon Musk曾經在年度投資者會議上說過：「護城河的概念很古舊，如果你對抗入侵敵人的唯一壁壘就是護城河，你堅持不了多久，真正重要的是創新節奏，這才是保持競爭力的核心要素。」從來沒有人能夠預測未來，但是如果公司永遠維持現狀，既有的優勢也必定會隨著時間衰減，慢慢變得平庸，因此一家好公司的管理層就是要維持現有的競爭優勢，同時領先於市場提前佈局一些暫時未能產生利潤的「商機」。

要判斷管理層是否正在走對的道路，我們一方面可以對新業務進行研究，研究其市場空間、其競爭格局、其未來利潤點等；另一方面我們更需要看管理層的往績，究竟他們過往是否能夠持續介入新業務並持續創造價值。當公司介入新業務後，短期而言利潤會減少了，甚至有機會令公司陷入虧損，業績還會面對高度的不確定性，哪怕最終結果是好的，股價短期也會承受一定波動。

《Strategy beyond the hockey stick》內提到一個戰略驅動的成長型企業的模式——曲棍球模型，新業務創造的利潤曲線如同曲棍球杆的球拍部分，先向下才能向上。我們認為最佳的管理層是那些願意持續尋求進步，公司資金有再投資（Re-invest）能力，新資金均能創造高的投資資本回報率（ROIC）以創造更多回報回饋股東。一家沒有投入的公司或許短期利潤看上去很好，但是在我們看來，我們反而會感到憂心多於放心，因為沒有投入就意味著競爭力終有一日會衰減，公司只會慢慢淪為平庸。

Take your strategy beyond the hockey stick



McKinsey & Company

「曲棍球投資模型」的三個特點：

- 1、企業在利潤沒有明顯下降之前，率先進行一系列戰略型佈局，且投資額較大；
- 2、新業務投資驅動增長的企業，如果成功，財務上的特點是營收先保持平穩再加速，某一類成本費用短期內會大增而後慢慢回落，導致利潤先降後再大幅上升；
- 3、在業績進入向上的“球杆”前，股價也會經歷短期的向下“挖坑”，這也成為最佳的投資機會。

因此，當我們學習了這個模型後，第一家想到之公司就是組合內的美團（3690）。美團正在全力投入所有資源去進入社區團購領域，現在新業務帶來不少虧損，但是我們認為公司進入此領域是戰略上的必須部署，一旦錯過反而會影響公司在本地生活化服務領域的龍頭地位。雖然新業務在本年度第一季虧損達到80億元人民幣，而且盈利遙遙無期，但是我們不應該只關心虧損數字，應該看這筆投資能夠換來多少收益。美團單季度新增了5,900多萬活躍買家，創造了歷史記錄，是第一季中國所有平臺新增用戶最多的一家。而2020年全年，美團新增用戶只有6,000萬，其中第四季新增3,410萬，這意味著2021年單一個季度已經接近去年全年的新增用戶數量。美團未來數年的用戶增長空間就此打開，樂觀地看，公司每年有望新增1億以上新用戶，長期美團之社區團購能夠接觸3至4億新增用戶，只要做好服務質量，維持較佳的留存率，長期盈利是大概率的事。美團做社區團購是奔向成為中國最大的零售平臺去做的，一個最終擁有超過10億用戶，用戶可以在其平臺方便地買外賣、訂酒店及機票、買日常用品和新鮮等，線上線下融合的超級平臺。

我們作為長期投資者，不會懼怕公司發展新業務或者投入研發，反而應該思考公司是否正在走正確的路，經營公司從來也是不進則退，也無法單純打防守而贏出比賽，只要我們認同公司管理層的能力及新業務投入，我們勇於與公司一同走上「難而正確的路」。

當下的投資策略

我們深信價值投資是長期有效，但是請不要忘記任何長期有效的方法都有短期的波動。我們目標為客戶夥伴長期投資在那些持有商業模式出色、行業格局清晰、競爭力強的優質公司上。再優質的公司，股價也必然會有上下波動的時候。我們永遠不能看透其他市場參與者的人心變化，也很難每次準確地判斷宏觀經濟的走向，我們作為市場的參與者，只能謙卑地把握相對不變的因素——持續性地審視公司長期創造利潤或自由現金流的能力。如果這些能力沒有改變，那麼公司的股價長期還是大概率向上行，哪怕其中有些時候市場估值會因為人心而變化，但這都無法阻擋公司的Cash Flow（現金流）或EPS（每股收益）增長，他們的增長乘以隨機的市場估值，只要時間足夠長，股價的上升是早晚的事。

宏觀方面，我們暫時比較關心的是通脹數字的後續發展，因為這會影響央行的貨幣政策、資金成本及估值水平，我們暫時密切留意的指標是各類型商品及服務的價格，還有美國10年期債息的情況。總體而言，我們認為只要通脹數字不是太過過份，聯儲局還是會保持耐心，在經濟復蘇之路上盡量將貨幣政策維持在較為寬鬆的範圍。

只要以上因素並沒有急劇逆轉，市場總體還是會處於震蕩上升的階段，機會還是大於風險。

用『長期思維』管理好資金、管理好公司

當別的投资公司都看重短期回報、看重季度業績、看重短期股價圖表，而我們卻比他們看得長遠，這就決定了「博立」和他們的不同，也決定了「博立」的高度和上限。

我們希望客戶夥伴均會以「年」，而不是以「月」或「日」去判斷投資成績，因為我們是股市的長期投資者，我們難以要求每一家投資目標均能在短時間內提供可觀回報。同時，我們也認為以中長線思維去判斷公司的發展方向，遠比判斷未來數個交易日的股價走向容易。投資價值需要耐心等待去積累，價值只會遲到，而從不會缺席，我們挑選之投資目標均是優秀公司，我們會以平常心去作最理性的操作，爭取長期優秀回報。

我們會不停地學習、不停地成長，我們希望運用資本的能力、投資框架、做決策的能力，能夠隨著時間的推移越來越高。我們非常熱愛投資（Passion），視投資為終生興趣和事業，並相信一件事日復一日去做，長期而言就能產生巨大的優勢。

我們會繼續全心全意管理授權戶口（Discretionary Management Account），現有服務維持不變。同時，「博立」將開展新篇章，會增設一個對沖基金（Hedge Fund）產品，目標投資為全球股票，主力面對專業投資者（Professional Investors）及機構性投資者（Institutional Investors），詳情將再作進一步公佈。

我們將始終如一，堅守價值，創造回報。

聲明：本報告的資料僅作參考之用，並不構成任何投資建議，或構成任何回報保證，並且有關內容可能隨時更新。中原資產管理有限公司相信本報告所載資料是準確及可靠，但不保證其準確性。所有提供的資料及分析源自歷來的資料，閣下不應將之視作選擇投資的全部根據。本公司對任何人士因直接或間接使用此等資料及內容所引起的可能損失或損害並不承擔任何責任。投資者應注意，投資產品價格及其收益可升可跌，過往業績並不代表將來業績保證。中原資產管理有限公司、其董事、管理層、僱員、顧問或員工不會保證投資產品的表現。