

高信百诺孙威:

打造差异性的深度价值投资体系

□本报记者 王宇露



差异化的认知内核

孙威经常强调投资的内核，本质是对价值投资的一系列底层认知集合。从对内核的解读上，可以看出孙威打造的价值投资体系相较于其它机构所具有的独特性和差异性。

在他看来，对于价值的理解，基本已经是一种共识，但是对于一些在此基础上形成的延展认知却有很大的问题。孙威坦言，A股市场习惯赋予短期的动量增长太多的思考权重，增长的结果当然很重要，但对于增长的研判难度其实超过了大多数人的能力范围，在高信百诺这样一家强调胜率优先的机构看来，回报的维度要比增长重要得多。企业的经营性ROE波动率和一致性要明显优于增长级别，供给相对于需求的研究难度要小很多，回报率更多可能是由供给端决定的。回报在内涵表达上意味着高质量可持续的增长，以注重回报率和长期高质量价值创造的思路去识别增长

才更有意义。

对于市场中常见的价值与成长的对立，孙威认为如果将股票的投资价值拆解成股性价值、债性价值和期权价值，那么股性价值代表内生成长性，可以说这种成长性是每个投资经理所追求的目标，但是孙威也强调这一定是高质量的增长，而不是简单的数量型增长，要同时满足高边际投入资本现金回报率和较高天花板的再投资空间两个因素；债性价值更多表现为较高的分红收益率，债性价值对于投资而言近似于一种模块化认知，长期不会拉开投资经理的业绩水平；而期权价值往往对应的是低胜率背景下具有博弈色彩的高赔率筹码属性，短期内可以被风险偏好快速放大但长期不创造价值，在高信百诺的整体思考框架中权重极低。“我们很少去追逐风险偏好驱动的热点机会，”孙威说。

三维立体化的投研架构

通过长期深入的思考，在形成坚定的投资认知内核之后，孙威带领高信百诺搭建了一套符合其深度价值投资理念的投研框架，一套统一了高度、深度、密度的立体化架构。在孙威看来，一家专注于价值投资的机构，其投研体系的搭建，必然围绕这三个维度展开。

其中，高度是深度和密度的放大器，应该是投研团队中核心人物的主要思考方向，价值投资并不意味着排斥自上而下的思考方式，恰恰相反，如果没有基于历史规律和商业规律形成的关系于企业价值分布和演变的时空坐标系，如果没有在分析了大量生意模式之后对于优秀生意基因的深刻理解，如果没有以上帝视角般的去看待企业生命周期和行业终局形态的洞察力，那么在投资上很难保证一个长期的效率和正确性，所以如何做对选择题一直被孙威视为自己最重要的一项工作。

孙威表示，深度则是整个投研架

构的基石，所谓一步一个脚印，深度就决定了在投资大道上行走的这个脚印有多深有多扎实，看清事物本质是一种能力，而事物的本质通常与其一望而知的表象大相径庭，因此在深度方面的求索上，必然要求与之对应的客观、理性，以及长期保持勤奋思考所形成的敏感度，在高信百诺，孙威将负责深度的工作交给了他极度信赖并长期共事的研究总监。

在研究总监的带领下，研究员团队则更多负责密度的工作，在经过“高度”筛选后的富矿地图中不断探宝，持续密切跟踪和辨识企业的经营动态和竞争优势的变化，并不断接受“深度”层面的拷问与论证，结合包括了管理层、上下游供应链、竞争对手、下游用户和离职员工等多视角、立体化的调研体系，通过深入分析，层层剥离，最终无限接近对于一个优秀企业家，一门生意，一家企业竞争力来源的本质认知。

孙威，北京高信百诺投资总监、总经理，长江商学院EMBA，17年证券投资管理经验，曾任北京新时代证券资产管理部副总经理、北京高华证券股票部执行董事(ED)。

高度洁癖化的选股体系

孙威表示，“在很多问题想清楚了之后，我们自然就成为了一家投资有洁癖的公司，形成了大量必要条件一票否决的决策模型，简单说，我们投资最极致的生意模式、最优秀的治理结构、最显著可持续竞争优势的企业，基于IRR的变化在其中做一定的估值套利。”

孙威认为，治理结构是其中的重中之重，企业家的战略是最重要的。具体来看，可以从长、宽、高三个维度来衡量，“长”代表企业家站在行业终极形态看问题的能力，对企业终局价值的思考和理解，毕竟企业内涵价值中永续部分的占比非常高；“宽”代表其融合跨界要素或资源的能力；而“高”指的是有无国际化战略的前瞻性思考和布局。

生意模式也是孙威最看重的，在孙威看来，投资于最极致的生意模式，与最优秀的治理结构为伍，就构成了真正意义上的安全边际。17年的投资生涯中，孙威看过近百种生意模式，深刻理解了每种生意模式的贫富基因，并建立了自己独有的基于时空坐标系的投资地图和雷达。

其中，时间维度指的是历史规律坐标系，从历史中寻求企业的成长逻辑，判断哪些业务属性能长期给股东创造价值；空间维度指的是商业规律，在企业价值的分布空间中，辨识造成差异的驱动因素，以此选择更有利于建立竞争优势，提升价值创造能力的企业特征。孙威称，“生意模式是有天生基因属性的，不同的生意给债权人、股东、员工、用户和社会其他群体创造的价值分布差异很大。但作为一个以股权投资视角做二级市场股票的投资经理，我们要选择的是能给股东带来长期价值的公司。”

此外，在宏观逻辑和产业逻辑方面，宏观逻辑涉及驱动经济增长的要素，包括人口红利和结构性的变化、技术进步、全要素生产率等。

产业逻辑是宏观逻辑的中观延伸，也就是常说的好赛道。孙威认为，企业所处产业在整个产业链、价值链中的地位，以及不同的利益分配机制决定了行业的天花板，需要通过时空坐标系去找出那些渗透率在低点、产业容易集中、行业平均回报率会提升且竞争优势稳固的优质赛道。

最后，通过财务逻辑对其他逻辑进行数字验证。孙威称，“我们把杜邦分析拆解成经营层面、治理层面、财务层面等15个细分项目，以此来分解且识别驱动ROE变化的最本质原因。”在估值体系中，孙威坚持把DCF思考模型作为资产定价的唯一性工具。

在这样一套方法论的指引下，聚焦就成为了高信百诺在投资实践上的必然选择。“我们的股票池大概只有120家左右的中资上市公司，这不仅仅是我们这套洁癖选股体系应用下的结果，也符合成熟资本市场发展历史的经验。”孙威说。

要同时满足好的生意、大的投资空间和足够长的雪道，孙威的筛选条件极其严苛，最终孙威将投资的方向聚焦到四大行业：第一大行业是品牌消费和服务业。孙威表示，在消费行业具体细分领域的选择上，高信百诺基本上不会投资性价比好的行业，而是选择偏奢侈品类、有定价权的服务和行业，比如高端白酒、高端化妆品、高端教育等；第二类是高端制造业。孙威认为，中国制造业企业存在高端化、品牌化的趋势，不少传统制造业企业正在逐步进行智能化、信息化、流程化改造，未来中国的制造业将会更有全球竞争优势，并把制造业的优势输出到海外；第三类是与创新周期相关的医疗类，具体包括医疗服务、高端耗材等；第四类是科技创新类行业，主要包括互联网、云计算等。

此外，其他行业中具有互联网基因的细分行业，也是其选择的方向，如金融服务等。

打造资产管理行业标杆

谈及未来，孙威引用《道德经》的“正心、明道、取势、优术”，着重强调了高信百诺的企业文化。

孙威表示，投资理念为道，投资环境为势，投资方法为术，而正心居于所有这些理念之前。所谓正心，即保持从事资产管理行业之本心——以客户利益至上，为客户创造价值。也是出于这样的考虑，高信百诺最终选择与国内老牌股权投资机构IDG资本携手同行，通过战略合作成为IDG资本二级市场私募业务平台，对此，孙威形容像是为高信百诺即将迎来的腾飞插

上了“丰满的羽翼”。通过合作，高信百诺将在品牌、市场、治理及研究等多方面接受IDG的赋能，将自身打造为符合资产管理行业发展要求的专业机构。

高信百诺成立以来，孙威通过不断进化、迭代，经历了从升维思考到降维选择的不断演变，最终形成了今天这一套独具特色的投资体系，在孙威看来，过去十年是高信百诺和自己不断修炼内功、打牢根基的过程。如今，高信百诺已经具备了坚实牢固的“内核”和展翅高飞的“羽翼”。