

鹏华基金金笑非:

# 深耕“好赛道” 收获“格物”和“致知”回报

□本报记者 余世鹏

金笑非,经济学硕士,2012年7月加盟鹏华基金从事行业研究工作,历任研究部基金经理助理、高级研究员,2016年6月起担任基金经理,目前为鹏华基金权益投资二部基金经理。



## 要更懂商业模式

金笑非是医药投研出身,在他看来,医药行业是一个非常丰富的领域,不同赛道的公司具有相当明显的差异化属性,既有制造业和消费升级色彩,更有科技创新的硬核内涵。也正因如此,历经多年研究和投资之后,除了医药板块,他的能力圈也和消费、科技等核心赛道有着高度重叠性。甚至还对消费投资领域常用到的商业模式进行分析,并融合到医药投资领域中来。如他所言,医药投资不仅要懂得“制药原理”,更为重要的是要懂得“医药商业模式”。

以医药领域的CXO(医药外包)赛道举例,金笑非指出,根据商业模式属性,该领域的公司可分为两大类,一是偏制造业属性的CDMO和CMO类公司;另一类是做研发外包业务的CRO类公司。无论是哪类企业,目前供给和需求的裂口都在持续扩大过程中。中短期而言,这些行业的需求仍在持续扩大,估值也有望持续提升。“在这个过程中,我会以基础仓位作为切入口,来陪伴优秀企业持续成长。”

金笑非具体指出,第一类公司主要是进行制造业外包业务,是医药行业分工精细化形成的分工结果。在医药生产中,由于大的药厂不愿意因投产能、投设备、投产线去招工,就把这些分子式业务外包给制造业厂商,这些厂商就具有专利优势的大药厂进行第三方生产。

“这些进行第三方生产的医药公司,本质上是制造业企业。而制造业企业的投资,关键在于考察行业的‘供需裂口’是否足够大。”金笑非分析指出,从需求端来看,医药

外包的需求会持续旺盛。未来五到十年,市场的健康医药需求会持续走俏,国内创新药仍会持续涌现出好的品种,这个行业的需求和外包率仍将会大概率向上;从供给端来看,行业供给很难在短期内持续放大。因为这个领域不同公司之间,生产工艺的质量存在较大差别。因此,具有某些技术优势的公司,在未来一段时间内,仍会在工艺优化、效率提升等方面持续领先,仍会掌握着供给端的定价权。因此,在可预见的未来,这个行业的公司估值有望持续提升,从而带来不错的“致知”回报。

CRO类公司方面,金笑非认为,中国的CRO产业是全球最发达的。中国有着十亿级别的人口基数,存在着海量的医药需求;相应的,中国也有着大量经验丰富的医生,中国的医院大多是公用事业属性,同时还积累了大量的临床数据。所有这些条件,都使得CRO产业具备很高的景气度。

但金笑非也表示,未来某个时候,如果这个行业的“供需裂口”没有再继续扩大,行业的景气度有可能会迎来拐点,就要考虑兑现业绩了。“行业里位居三、四线城市公司的订单量和盈利能力,可以作为观察‘供需裂口’是否继续扩大的一个指标。因为,景气度的变化,最初往往是从非一线城市公司向一线城市蔓延,当三、四线城市公司的订单量和盈利能力有所下降,一、二线城市公司的订单量和盈利能力依然维持高景气度时,有可能是行业的‘供需裂口’在缩小,比如在供给放量后需求端并没有进一步拉大,这时候就应该选择逐步兑现业绩了。”

## 医药板块最具比价效应

这两大要素的存在,医药板块无论是从短期还是中长期来看,都具备较好的投资价值。

“随着时间维度拉长,在业绩持续兑现、发展逻辑没有被破坏的前提下,医药股的景气度自然会体现在股价上。我曾做过一个回溯,无论是过去三年、五年,还是十年,在A股市场的3000只到4000只股票里,表现最好的前20只、前50只,甚至是前100只,医药行业都占到了20%-25%的份额。可以说,在A股的28个行业里,如果按跨年度的时间窗口来看,医药是非常优秀的行业。”金笑非说。据悉,由金笑非执掌的新基金鹏华创新升级基金已于6月发行。金笑非坦言,新基金依然会专注于有创新属性和消费升级属性的成长行业,尤其是他能力圈持续覆盖的医药、食品饮料、新兴制造和科技等核心赛道。

此外,金笑非还谈到了回撤控制问题。在成长板块投资中,控制回撤是非常重要的部分。但是,有效回避所有的市场波动和估值回撤,在现实中往往难以做到。对他而言,在投资中寻求确定性的超额收益机会是首要的。“只要选对公司,短期内可能会输时间,但拉长时间看不会输钱。如果短期有波动,有震荡,我会选择继续去增配、加仓,并期待创新高。”

对价值来源具备充分认识,是获取投资回报的首要前提。正因如此,“价值”才能成为市场投资的底层基石。在鹏华创新升级混合基金的基金经理金笑非看来,无论是对错杀个股重新定价,还是赚取正向趋势收益,价值回报均应出自基于扎实研究所做出的投资判断。他在接受中国证券报记者专访时指出,“好赛道”在他的投资框架中具有核心地位,然后才是基于中期视角筛选高景气度个股,并通过考察短期业绩爆发性来提升投资胜率。

他指出,无论是从产业趋势还是行业比价角度来看,医药板块景气度均是最好的。医药投资不仅要懂得“制药原理”,更重要的是懂得“商业模式”。在业绩持续兑现、发展逻辑没有被破坏的前提下,医药股的景气度最终会体现在股价上。

中排名第一。从更长周期来看,截至2021年6月8日,金笑非自2016年6月24日管理该基金以来,总净值增长率为181.37%,期间净值超越基准增长率高达107.09%,实现了超额回报倍增。

“持有人把资金托付给我,主要是想获取权益投资收益。除非市场形势有非常大的变化,否则我大部分时间都会维持中性偏高仓位,去挖掘那些景气度好、业绩可持续兑现、短期爆发力强的公司,并长期持有。”金笑非说道。

金笑非表示,会寻求高增长潜力核心赛道,以需求和供给之间的“裂口”为切入口。“我会对不同属性的公司进行初步筛选和分类,一般而言,如果公司业务的‘供需裂口’在扩大,公司估值一般也在扩张,这是很好的投资机会;如果‘供需裂口’相对平稳,企业估值会趋于稳定,这类投资可赚取每股盈余的增长收益;如果发现‘供需裂口’在逐步缩小,公司估值和业绩可能会进入‘双杀’阶段,这是要规避的。比如,周期性行业,像金融、地产等,相对来说就缺乏长期投资机会,即便存在短期脉冲式机会,我也很少参与其中。”

基于上述分析,金笑非提出“两类逻辑”的赛道选择方法论。他表示,符合他投资框架的公司,要具备两大类逻辑:一类是公司的发展逻辑没有瑕疵,且业绩具备长期持续性,这些公司会占到他投资组合的一半以上仓位,并且维持低换手率、长期持有;另一类是公司的逻辑虽不十分明确,但业务需求特别旺盛,或者中长期格局特别好,在这类公司的景气度上行或业绩兑现时,会选择买入,但占投资组合的比例不超过20%。

## “好赛道”方法论

在2012年硕士毕业时,金笑非就通过校园招聘进入鹏华基金从事医药行业研究。从2016年6月起,金笑非开始担任基金经理,目前是鹏华权益投资队伍的中坚力量。回忆起近10年从业历程时,金笑非说道,投资要赚两类钱,可概述为“格物”和“致知”。

他说,所谓“格物”就是赚“左侧”交易的钱。如果是基于扎实研究所做出的投资判断(判断越真实、越深刻,最终的回报效果往往越明显),就要敢于对错杀个股重新定价,这是一个重要的逆向投资因子。个股基本面如果没有问题,股价终究会回来的;与此相反,“致知”则是顺势已发生的产业趋势,赚取正向投资回报。“在一个产业趋势出来后,市场上总会存在比你更为乐观的定价,这是他们基于公司未来发展预期,对‘终极美好’给出的价格。越是处于经济发展前沿的核心赛道,这种正向、长期的逻辑,越会带来超乎大部分人预期的价值回报。”

当记者问及上述投资回报的实现路径时,金笑非直言,“好赛道”是前提,这在他的投资框架中具有核心地位。“投资首先要基于长期视角,寻找到一个具备高增长潜力的核心赛道;然后基于中期视角筛选出具备高景气度、业绩开始兑现的核心个股;在筛选个股过程中,还会进一步考察业绩的短期爆发性。”他表示,通过这样“长、中、短”三维度的框架覆盖,投资的胜率将会明显提高,并且会在业绩上得以验证。

银河证券数据显示,截至2021年6月4日,金笑非管理的鹏华医药科技股票基金过去一年以70.71%的净值增长率,在24只医药医疗健康行业股票型基金(A类)