

# 产业引领投资 科技创新主线行情确立

□本报记者 张焕昀



肖瑞瑾,2012年从复旦大学硕士研究生毕业后加入博时基金管理有限公司。现任博时基金权益投资主题组投资总监助理、TMT投研一体化小组负责人兼基金经理。

## 产业引领投资

“产业引领投资。”如果用一句话来描述自身的科技投资框架,肖瑞瑾如是形容。

在肖瑞瑾的投资框架中,投资一定是从产业视角出发。作为基金经理,更多的工作场景实际上是在与企业家、产业人士做沟通交流。

何谓“产业引领投资”,而非产业指导投资?对此,肖瑞瑾阐释,产业与投资是两个不同领域,产业信息对于投资有引领作用,但并非决定性作用。作为投资人,应当以更加广阔的视角,从产业链的层面,通过更长的时间维度来对产业信息做分类、聚集、研判,从而得出投资结论。

如何有效处理产业信息从而引领投资?肖瑞瑾分享了自身对于产业发展研究的投资框架。具体而言,主要分为三方面:

### 第一,产业生命周期。

按照产业不同的发展阶段,有着明确的生命周期界定,判定上市公司处在早周期、中周期还是晚周期。

“就像看一个人一样,朝气蓬勃的年轻人有无限的未来,那些产业生命周期早期的公司,估值体系就会更加宽容。相应的处在成熟期甚至夕阳期的企业,表现估值通常会很低。”肖瑞瑾指出,以一个更高的视角去看待产业所处的生命周期阶段十分重要。

### 第二,产业竞争格局。

分析任何事情都要看格局,格局指的是这份事业,它的准入门槛高不高?它的竞争强度大不大?竞争优势能否长期维持?

“我们天生喜欢那些有竞争力的、持续革新自己的企业。而不是那些行业厮杀惨烈,但是最后大家都不赚钱的行业。”肖瑞瑾指出。

其中,肖瑞瑾进一步指出,产业竞争力的来源需要有效区分。如果是依靠行政性壁垒例如特许经营,阶段性或许会有很好的表现。然而一旦这样的天然优势被打破,竞争力也会急转直下,因此需要保持谨慎。

真正的竞争力来源是什么?肖瑞瑾表示:“最核心的还是人与技术。”企业能够不断通过技术资源的投入来实现突破创新,同时通过组织体系和人力资源来保障创新的可持续性。

### 第三,产业外延拓展。

很多时候,产业自身是否具备外延性,创造第二增长曲线也尤为关键。肖瑞瑾分析,任何事业、任何公司做的事情其实无非是两种,一种是产品,一种是服务。

服务意味着提供产品的同时,提供更多的增值项目,一般人不可能为某一个产品支付无限高的溢价,但是服务不一样,具有黏性,可复购,长期可持。例如智能手机的发展,从销售硬件到APP store的出现就是从产品到增值服务的经典案例。

在肖瑞瑾看来,优秀的公司未来一定能够实现从产品向服务的跃迁,突破自我创造第二成长曲线,实现所谓的市场空间外延性。

“第一是产业生命周期;第二是产业竞争格局;第三是市场空间外延性。”肖瑞瑾总结道,“我们认为这是评估科技行业投资方向的重要指标。”

科技股投资永远复杂又迷人。能够穿越波动,把握长期创新趋势的基金管理人尤为稀缺。Wind数据显示,2017年8月14日至2021年7月16日,由博时基金TMT投研小组负责人肖瑞瑾管理的博时回报混合,聚焦科技创新大方向,净值上涨超过171.57%。

日前,中国证券报记者记者采访了肖瑞瑾,听他分享关于“产业引领投资”的重要方法论。他认为,产业生命周期、竞争格局、外延增长潜力是重要的判断要素,他会把握住科技创新发展的中长期产业趋势。

展望后市,肖瑞瑾表示,A股以科技成长为主线的中长期行情已经确立,看好科创板未来长期投资机遇。

谈到宏观流动性对科技股的影响,肖瑞瑾坦言首先要关注基本面,流动性变化确实会存在影响,但只是阶段性并非决定性。如果看好的企业单纯因为流动性收缩而估值下杀,或许是较好的买入时点。

针对当前市场,肖瑞瑾指出,券商统计数据显示,目前市场比较火热的行业分别是光伏、新能源车、半导体以及有色(锂电上游材料为主)。这四个行业的交易额已经阶段性占据市场总量超过一半,整体处于相对较为极致的行情之中。

“科技创新行情,应该是未来两年市场的主线。”肖瑞瑾表示。

复旦大学微电子专业毕业,研究生期间就曾赴美国参加高阶学术会议,肖瑞瑾具备扎实的专业背景,能够以科学的价值观与思维体系,直击技术革新的底层逻辑。

然而,总结科技行业特点时,肖瑞瑾第一点仍然会感叹其中的复杂性。

“科技行业内部的微观结构是非常复杂的。”肖瑞瑾坦言,“科技行业上下游各个领域各个环节,不同产品分析框架也不一样,很多时候需要具体问题具体分析。”

科技行业本质上是一个“通缩”的行业,需要不断推出技术更高、价格更低的产品。但科技终端产品最终是要推向消费者,而消费品行业的重要逻辑之一是“提价”,两者在部分逻辑上存在一定

## 多维度剖析科技行业

背离。为了提升认知,肖瑞瑾还曾经研究过白酒行业进行综合类比,从消费行业获得了很多对于科技行业的新思考。

第二,需要通过“创新+国产竞争力提升”的立体视角来看待。

肖瑞瑾指出,推动整个科技行业发展的动力实际就是创新,但国内科技领域又多了一个“国产竞争力提升”的逻辑。这意味着企业不仅要推出更好、更新的产品,更要推出能与海外相比有竞争力的产品。

某一类行业可能涨势很好,但不难发现这些公司的特点就是处在创新周期,又处在一个国产竞争力提升的周期,业绩增长更加迅速,因此值得更高的估值。“在创新的维度和产品的维度之外,要加入国产竞争力提升的维度思考,形成立体视角来综合研

判。”肖瑞瑾表示。

第三,高估值伴随高波动,需要综合应对。

高估值是A股科技投资老生常谈的话题。肖瑞瑾认为,万变不离其宗,核心还是要理解产业生命周期,产业竞争格局,第二增长曲线,同时理解创新与“国产竞争力提升”周期的立体视角,通过对“人与技术”的把握,区分真正持续性的高估值与暂时高估值。

同时需要不断比较借鉴相关联行业的估值体系,对于部分新兴科技消费行业,例如扫地机器人等,肖瑞瑾会使用“终局投资法”来进行企业估值。这实际上就是借鉴了很多消费与医药的基金经理经验,在给一些优秀的消费品、医药上市公司估值时采取的类似方法。例如创新药依靠pipeline来评估未来潜在市场规模与收入等。

## 提炼把握长期趋势

“唯快不破”是很多人对于A股科技投资的看法。

然而,肖瑞瑾并不认同这种思维定式。在他看来,投资跟产业不同,产业变化可能会很快,但投资本身反而是一件慢变量的事情。

他阐述,无论是新技术对旧技术的替代,还是一项新技术从0到1,从1到N的过程,时间维度一般都是以年来计算,实际上无需过多担心短期变革太快而被取代。

以当前热度较高的光伏与新能源汽车产业链为例,实际上在2016年-2017年,市场已经给予这两者以非常高的关注与研究,而迄今已然经历超过5年时间。

“市场热点或许层出不穷,我更希望从中提炼出并把握住长期趋势。”肖瑞瑾坦言。

如何把握长期趋势?肖瑞瑾

坦言,一方面是迭代投资体系,拓宽能力圈,向优秀同业与产业人士“多问多学”。更重要的是深耕基本面,在调研之后反复推演,深入思考。

当前公募行业,不少主动型科技基金选择铺一个赛道,给投资者的体验如同云霄飞车。

对此,肖瑞瑾坦言,押宝赛道的行为,本质上是按照行业景气度做资产配置。这可能是一把双刃剑,短期内或许涨幅优秀,但是调整时回撤同样剧烈。

在肖瑞瑾看来,遵循行业景气度投资方式并非最优,最优的方式是以研究公司竞争力为主,找到阿尔法,同时以行业的景气度周期为辅,把握贝塔。阿尔法与贝塔相结合,才是对投资人更加负责任的方式。同时,肖瑞瑾更倾

向于右侧布局,争取提升组合的投资效率。

肖瑞瑾当前管理多只科技成长类基金产品,代表作之一的博时回报基金,是全市场少有的以绝对收益为目标的科技类型基金产品。

他介绍,这只产品对于回撤控制非常严苛,组合设置有风险预算机制,业绩比较基准是绝对收益。“希望给基民良好投资体验,真正在长期能够赚到钱。”

谈到控制回撤的方法,肖瑞瑾表示主要分为两方面:第一,组合会在科技股头寸之外,增加配置一些关联度较低的仓位,例如消费医药等,去做一定对冲。第二,组合会在规定范围内使用股指期货这类工具,来进行仓位的风险对冲。

## 科创行情主线确立

从下半年来看,肖瑞瑾认为,市场行情处于一个非常明确的转型过程之中,这也与实体经济新动能转换的方向是一致的。

他指出,当前整体资金的配置是比较汹涌的,因为从经验来看市场风格刚开始转型时都会经历快速急转弯的第一阶段,但拉长时间来看,随着资金逐渐平复,市场会进入平稳的正轨阶段,当前这种转向实际上已经确认。

从投资机会而言,肖瑞瑾表示,广义地去定义科技创新的内涵,主要可以分为四个方面:

第一,技术创新。比如芯片半导体、云计算这类行业。

第二,能源创新。类似像光伏,新能源汽车这种新的能源方

式的机会。

第三,消费创新。具备科技含量的新兴的消费应用场景,例如电商等。

第四,工业创新。广义角度而言,从较为初级的、人工为主的生产组织形势,转向智能工厂,无人工厂的相关机会。

“科创板设立至今已有两年左右时间,未来的投资机会值得关注。”肖瑞瑾表示。

他分析,核心市场自身不断成熟发展,很多上市公司经过两年时间,逐步被投资者所接受和认同,价值被认识发现。进一步探究,有两个方面积极因素:

第一,一些主导性的产业都在科创板里有所呈现。肖瑞瑾指

出,科创板最大的两个行业,分别是半导体集成电路与生物医药,都是目前政策非常鼓励创新的领域。“科创板代表了中国经济转型的方向,代表了中国先进生产力的发展方向。”

第二,从科创板这批上市公司来看,显著特点之一在于高管的整体人员素质非常高。肖瑞瑾团队首提“含博率”的视角,科创板上市公司的董事长中有大约30%是博士学历。同时,科创板上市公司董事长的平均年龄在42岁左右,相对年富力强。

“在这两个条件之下,我们认为科创板在未来会有一个相对比较好的成长期。”肖瑞瑾坦言。