

广发基金段涛: 立足生命周期 捕捉中小成长

□本报记者 万宇



段涛,7年证券从业经验,2年多公募投资经验。现任广发基金策略投资部基金经理,管理广发利鑫、广发盛锦等基金。

偏爱中小盘成长股

潮涨潮落,正如自然界颠扑不破的周期规律一样,企业成长和资本市场都有其不可避免的周期。

在段涛看来,企业的生命周期,往往与产品的生命周期息息相关。当需求放缓、竞争加剧等因素使得上一个产品周期进入顶峰时,能否通过下一个产品周期的接力,实现公司相对稳定、持续的增长,就成为企业的试金石。

肯尼斯·费雪曾在《超级强势股》一书中描述:“每家公司都会经历一个个产品生命周期的迭代,而优秀的管理层会在公司当前产品销路盛极而衰之前提前做好规划,开发新的产品,以维持销量持续增长。”映射到资本市场上,这类企业的股价往往在3-5年内带来3-10倍的回报。这样的股票被肯尼斯·费雪称为超级强势股。

而段涛就致力于挖掘类似的超级强势股,即长期市场空间广阔、不断进化的成长股。在过去7年的从业经历中,段涛在市场关注度较低的赛道中挖掘到了具有超额收益的中小盘成长股。

例如,2020年1月,时任医药行业研究员的段涛推荐了英科医疗,彼时该上市公司市值仅40亿元左右。截至2020年末,英科医疗市值增至590亿元,不到1年实现了10倍以上的涨幅。2020年5月,段涛由研究转向投资,广发利鑫基金年内重仓春风动力、坚朗五金等牛股。2021年A股市场震荡,段涛先后挖掘了双环传动、台华新材、佰仁医疗等股票。而在今年分化的市场中,组合配置的天马科技、钱江摩托等个股均有良好的表现。

段涛偏爱自下而上挖掘中小盘成长股,与其成长经历密切相关。2015年,研究生毕业后的他,加入鹏华基金担任医药行业研究员。那两年,投资团队对医药的覆盖面提出了比较高的要求,因此

其在短时间内研究了很多公司。

“医药行业有几个特点:一是行业表现跟宏观经济以及其他行业的关联度不是很紧密;二是研究视角偏自下而上,随便找几家公司可能就分布在不同的细分行业,商业模式也不同。”段涛回忆,为了快速上手,他每看完一个行业就会提炼研究框架,比如行业由哪些子行业构成、商业模式是什么、主要矛盾是什么、公司如何分类等等。

2020年转做投资后,段延续了自下而上挖掘股票的习惯。除了比较熟悉的医药,其对于投资机会比较多的新能源,还有他自己感兴趣的汽车,以及与宏观经济表现相关性较强的化工、机械,都花了很多时间持续学习。

“我喜欢买成长股,希望自下而上选一些长期能长大的公司。”在段涛的定义中,长期能长大的公司,是指远期价值相比当期价值低估的公司,它的当期估值看上去或者合理或者略贵,但凭借较强的成长和进化能力能够超越市场预期成长。而价值股则是指当期价值低于它的内在价值,往往是外界因素驱动它的净资产收益率(ROE)发生阶段性变化,促使价值修复。相较之下,段涛更偏爱前者。

近几年,伴随着“大而美”的龙头股持续受到投资者青睐,很多传统意义的大盘成长股估值已偏高,段涛认为其长期预期收益偏低,因此他更关注细分领域里的中小市值行业龙头,希望通过左侧的布局,以及更长的持股周期来获得更好的超额收益。

据国金证券统计,2021年末,广发利鑫基金的持仓中,市值在300亿元以下的个股占比达61.41%。2022年二季度末的持仓数据显示,广发利鑫基金前十大重仓股中,有7只总市值在500亿元以下。

“我们不要把时间浪费在平庸的机上”。这是成长股投资之父菲利普·费雪的一句名言。复盘那些投资大师的历史持仓,真正给他们创造显著超额收益的,往往来自于那些极少数的不平庸机会,菲利普·费雪、彼得·林奇、巴菲特均是如此。

那么,不平庸的机会来自哪里?菲利普·费雪之子肯尼斯·费雪追寻的是超级强势股,即不受华尔街青睐的、年轻的快速增长型公司,它们通常能在3-5年内带来3-10倍的投资回报。

“我喜欢选成长股,希望自下而上选一些长期能长大的公司。”广发利鑫基金经理段涛说道,他希望在不太热门的赛道中挖掘出成长能力比较强的企业,把握它们在生命周期中快速增长的阶段,获取“戴维斯双击”的收益。Wind数据显示,段涛自2020年5月18日开始管理广发利鑫基金,截至8月29日任职回报率为65.21%,大幅跑赢同期沪深300指数4.16%的涨幅。

财务数据与商业模式相结合

目前,A股市场上市公司接近5000家,如何在市场关注度没那么高的领域选到表现强势的中小成长股?如何在实践中摸索出适合的选股方法?

段涛坦言,他选股的方向是甄别公司做的是不是一门好生意,在这门生意上公司算不算一家好公司,具体方法主要是从季度财务数据出发发现线索,再结合公司的商业模式进行筛选,并等待时机以合适的价格买入。

每个季度对财务数据进行分析,是段涛寻找投资线索的重要步骤。首先,通过定期财务数据的筛选,用排除法剔除一些基本面较差的标的,如资本回报率(ROIC)持续较低、有息负债较高、经营现金流不理想的公司。其次,在初筛的池子中再仔细寻找亮点,比如收入持续增长而利润波动较大、产能扩张(人员/固定资产)且ROE处于拐点的公司,过去几年固定资产或者员工数增长比较多等。

“财务数据是非常定量的指标,能反映公司过去的经营成果,从而客观反映这家公司的商业模式、竞争力,尽量规避掉主观的刻板印象。”段涛说道,除了根据财务指标进行筛选,他还会通过上市公司公告、公司研究团队推荐等方式获得成长股的投资线索。

定量环节,段涛会结合公司的商业模式提取不同的核心指标进行分析。比如,对于渠道广泛的信息不对称企业,段涛比较看重的是销售人员数量、结构、人均产出变化、人均薪酬变化、销售费用率的变化、毛利的变化等。

“我希望买在商业模式出现规模效应的时候,比如这家公司的产品正在被用户快速认可,出现销售费用率下降或者产品渗透率快速提升的阶段。”段涛说道,大家常说“不可能三角”,即好行业、好公司、好价格三个条件难以同时满足,但他还是追求比较高的性价比,希望让组合有更好的安全边际和稳定性。

沿着正确的路径持续积累

段涛表示:“虽然不同的成功企业有着不同的成功之道,但能够通过不断创新提高生命力以延长生命周期的企业,往往有一些共同的特征。”对于什么样的企业具备成为优秀成长企业的潜质,或者说具备什么特征的企业更有可能成为长期牛股,段涛在7年的研究中有了自己的理解。

“每一年的牛股,往往是当年业绩增长最快的公司。如果要找出长期的牛股,我们需要站在更长时间维度来看一些底层逻辑。”段涛说道,他曾经对过去十年的大牛股进行复盘,发现那些真正能够成长为大市值公司的企业都有一些共同的特质。

第一,这些企业往往具备比较强的正外部性,能给客户、社会、员工、股东创造价值,这样的公司能让人建立信仰和信心。

第二,管理层有持续的进化能力。企业家创新精神是企业发展的动力,其可以带领企业进行技术创新、市场创新和管理创新,让更多的新技术、新业态、新模式不断出现,这也是企业保持创新力的根基。

第三,企业所做的事情符合社会发展趋势,这样的公司更可能穿越市场的波动和经营周期的波动。站在当前时点,段涛认为以下几类较为符合社会发展趋势,例如,消费升级、高端制造、规模效应、降维打击等。所谓降维打击,是指传统行业中有一两家特别有远见的公司,凭借着较早引入先进的经营理念、信息化系统后,能快速提升市场

利率的变化、经销商数量的变化等,以此观测这家公司处在什么样的发展阶段,是不是有很好的经营效率。

完成定量分析后,段涛会对公司的商业模式进行定性研究。在过往研究中,段涛总结了八种不同类型的商业模式,每一种商业模式都选了优秀企业作为标杆,并总结了这些标杆公司的成长历史作为研究范本。例如,公司如何组织生产要素、管理架构如何、有没有很强的进化能力,有没有“护城河”、随着时间的推移“护城河”有没有越来越强等。

“每拿到一家新公司,我会把公司的资产负债表、收入利润表、现金流量表都看一遍。相比以前看过的把生意做大的公司,它有哪些做得好的地方,有哪些做得不好的地方,怎么进行评估。”段涛说道,接触新企业时,他会先着重分析企业的商业模式,再将其和标杆公司进行对比,以便快速抓住主要矛盾,提高研究效率。

通过上述研究,理解企业的生意后,段涛再据此判断企业是否能从小做大、是否值得长期投资。此后,再结合对公司的盈利预期、估值水平决定什么时候买、是否重仓。

“我希望买在商业模式出现规模效应的时候,比如这家公司的产品正在被用户快速认可,出现销售费用率下降或者产品渗透率快速提升的阶段。”段涛说道,大家常说“不可能三角”,即好行业、好公司、好价格三个条件难以同时满足,但他还是追求比较高的性价比,希望让组合有更好的安全边际和稳定性。

份额。

正如资本市场是经济和社会发展的映射,基金经理的组合也是其“三观”的表现。段涛喜欢利国利民、持续进化的公司,他认为只有成为专一专注、与时俱进的基金经理,才有可能不断发掘具有进化能力的成长股。

“一名基金经理和一家公司要创造超额收益,有两个比较重要的关键词,一个是厚积薄发,一个是与时俱进。”他分析,能够创造明显阿尔法的公司往往有两类,一是有深厚积累,同时处于拐点的公司或者资产大幅低估的公司,当行业景气度上行等积极因素出现时,它们的股价就会出现较大涨幅;二是有一些公司虽然成立时间不长,但每一步都走得很正确,自身的进化能力很强,业绩也会不断地超预期。

基金经理投资能力的提升也是如此。在段涛看来,要成为优秀的基金经理,要么在行业里有非常深厚的研究积累,并赶上行业机会来临;要么是基金经理很勤奋,学习能力很强,不断地提升自己的认知水平,拓展能力边界。

“我们需要持续进化,找到更多更优秀的公司,才能持续在净值上创造超额收益。”段涛总结,投资是一场长期的征途,在确定自身的方法论后,沿着正确的路径持续积累经验教训,持续迭代进化、拓展宽度、提升胜率,相信未来的旅途会更精彩。