

基本面投资四大门派的道与术

导言：基本面投资四大门派预期收益来源各有不同：(1) 深度价值派注重安全边际，主要寻找错误定价公司均值回归的收益；(2) 赛道投资派注重行业成长曲线的拐点，主要获取戴维斯双击的 beta 型收益；(3) GARP 价值成长派，注重公式持续稳定的盈利能力，伴随公司长期成长，获取业绩增长的收益；(4) CANSLIM 趋势投资派属于基本面选股+技术分析择时的投资方式，偏向于短期投资，主要获取短期趋势的收益。

一、深度价值派：注重安全边际，获取均值回归收益

深度价值投资的理念是寻找错误定价的机会，在较强的安全边际下等待均值回归。安全边际即股票价格对内在价值的扭曲，其既可减轻投资错误风险，亦可扩大预期收益。寻找安全边际需尽量避免“价值陷阱”，等到股价均值回归时即是获利清仓之际。

定价错误可以不同的形式出现，造成定价错误的原因包括但不限于制度限制、外部宏观环境或公司内部困境造成的股价动荡以及投资者缺乏投资兴趣。在格雷厄姆活跃的年代，深度价值投资更多的是寻找便宜的股票。如今的深度价值投资有了更丰富的内涵，其更倾向于逆向投资。

二、赛道投资派：注重增长曲线拐点，获取行业戴维斯双击收益

赛道投资派可视为景气投资的极致，优秀的赛道往往具有深刻的社会特征，符合社会未来的发展趋势。行业发展大趋势总体符合以下三方面：(1) 能源进步，如近几年来新能源落地应用的不断兴起；(2) 技术升级，如历史上通讯手段的更新迭代；(3) 生活品质提升，如消费升级及游戏渗透率的提升。

在选择一个好的赛道之后，如何判断行业向上和向下的拐点是赛道投资的关键。一般而言，在行业增长曲线进行“S”型突破时，往往是行业进入高速成长期的信号。赛道崩塌多由于行业渗透率饱和步入成熟期或技术的全新迭代，需对产业趋势进行密切跟踪，避免进入“鱼尾”行情。比如 2017 年后的苹果产业链公司在苹果手机出货量下行后股价出现明显回调。

三、GARP 价值成长派：注重长期稳定 ROE，获取企业长期增长收益

价值成长投资最关注企业的内在价值和成长性，强调长期稳定的高 ROE。实际操作中，价值投资派往往选取 ROE 作为衡量公司内在价值的主要指标。巴菲特致股东的信中提到过，他把持仓公司 ROE 的标准定为 15% 以上，其重仓股的历史 ROE 均在 20% 以上。

价值成长投资者倾向于在相对合理时买入长期成长性的公司，不像深度价值投资者那样对估值有着苛刻的要求，价值成长投资者对估值存在一定的容忍度。相对合理价格指的标准各有不同，有些人注重 PEG 的相对估值，有些人注重 DCF 的绝对估值，这与投资者资金久期和市场环境息息相关。实际上，价值成长风格的投资者关注的是长期公司基本面，长期持有分享公司长期成长是其收益主要来源。举例来说，过去十五年投资贵州茅台年化收益率逐步趋向于公司 ROE。

四、CANSLIM 趋势投资派：注重短期基本面和技术分析，获取短期趋势收益

CANSLIM 趋势投资派重视基本面和技术分析结合，基本面选股，技术分析择时，获取短期趋势收益。代表人物欧奈尔认为未来表现最好的股票有七个共同特征即 CANSLIM。具体而言，包括较高短期 EPS 增速、公司展现新气象、流通股数量相对较少、领涨的龙头股、适当的机构认可度、市场大盘预兆。其择时策略在买入时点上遵守技术分析理论，买入点的选择上，倾向于图形突破，例如典型的杯柄突破等。卖出时点上有严格谨慎的止盈止损原则，具有较强的交易纪律。

风险提示：历史案例环境和当前投资环境不同；长期投资面临公司短期业绩波动压力；低估值陷入价值陷阱；技术分析胜率不确定。

内容目录

导言：四大投资门派预期收益来源各有不同	4
一、深度价值派：注重安全边际，获取均值回归收益	5
1.1 门派心法：捕捉安全边际，等待均值回归	5
1.2 门派招式：寻找定价错误，静待市场纠正	5
1.3 经典投资案例分析——李录投资 Timberland	7
二、赛道投资派：注重增长曲线拐点，获取行业戴维斯双击收益	7
2.1 门派心法：高景气成长带来戴维斯双击	7
2.2 门派招式：选择最佳赛道，把握渗透率	9
2.3 经典投资案例分析——ARK 基金	10
三、GARP 价值成长派：注重长期 ROE，获取企业长期增长收益	11
3.1 门派心法：看重长稳定的高 ROE	11
3.2 门派招式：强调相对合理价格，长期持有与公司共成长	13
3.3 经典投资案例分析——巴菲特投资苹果公司	14
四、CANSLIM 趋势投资派：注重短期基本面和技术分析，获取短期趋势收益	15
4.1 门派心法：基本面+技术面，择时获取短期收益	15
4.2 门派招式：CANSLIM 法则选股，技术分析决定买卖时点	15
4.3 经典投资案例分析——吉尔·莫拉雷斯投资甲骨文	16

图表目录

图表 1：基本面投资四大门派.....	4
图表 2：不同投资门派预期收益率的来源不同	4
图表 3：本杰明·格雷厄姆十条选股准则的原始表述	5
图表 4：贵州茅台被错杀后迎来了估值修复.....	6
图表 5：企业增长模式及竞争格局.....	6
图表 6：Timberland 在市场纠正定价错误后带来丰厚回报.....	7
图表 7：赛道投资派更专注于抓住成长期的行业 Beta.....	8
图表 8：美股各行业历史走势与社会发展趋势紧密相关	8
图表 9：新能源汽车渗透率与板块相对表现.....	9
图表 10：苹果指数超额收益与 iPhone 出货量相关性.....	10
图表 11：ARK 确定的 14 项革命性技术	10
图表 12：ARK 相信五大创新平台拥有广阔的市场空间.....	11
图表 13：标准化后 ARKK 超额收益一度十分亮眼.....	11
图表 14：价值成长派兼顾价值和成长	12
图表 15：不同企业保持长期盈利能力的核心驱动因素不同.....	13
图表 16：长期投资收益趋向于企业 ROE：以贵州茅台为例	13
图表 17：苹果 2011 年至 2019 年销售净利率、年化 ROE	14
图表 18：苹果 2015 年至 2020 年股价表现.....	14
图表 19：威廉·欧奈尔 CANSLIM 法则	16
图表 20：欧奈尔 K 线择时——带柄茶杯形态	16
图表 21：1999 年 9 月初甲骨文公司首次突破杯柄形态.....	17
图表 22：甲骨文公司从步步为营形态中突破后股价飙升	17

导言：四大投资门派预期收益来源各有不同

- 基本面投资领域，可以总结为四大不同风格的投资门派，分别是“深度价值、赛道投资、GARP 价值成长、CANSLIM 趋势投资”。其中：（1）深度价值派注重安全边际，主要寻找错误定价公司均值回归的收益；（2）赛道投资派属于偏自上而下的投资思路，注重行业成长曲线的拐点，主要获取戴维斯双击的 beta 型收益；（3）GARP 价值成长派，注重公式持续稳定的盈利能力，伴随公司长期成长，获取业绩增长的收益；（4）CANSLIM 趋势投资派属于基本面选股+技术分析择时的投资方式，偏向于短期投资，主要获取短期趋势的收益。

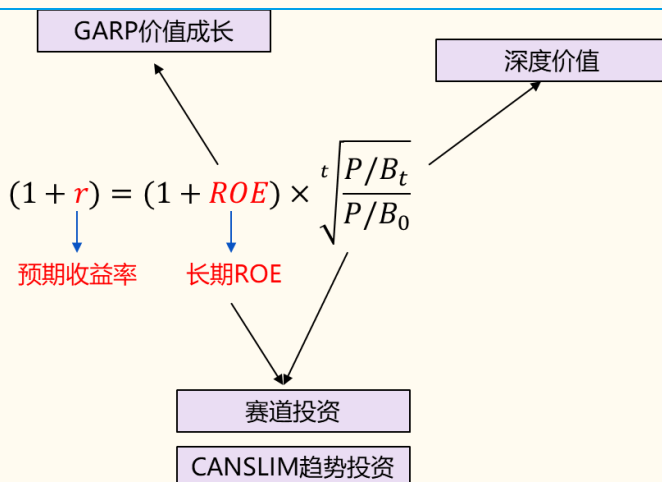
图表 1：基本面投资四大门派



来源：国金证券研究所

- 每一个投资门派获取收益的方式不同，没有绝对的好坏之分，只有方法论适不适合自己的区别。从业绩（ROE）、估值（P/B）和持股期限（t）的角度来看：（1）深度价值主要是获取估值均值回归的收益，持仓期限取决于市场均值回归的时间。当然前提是业绩稳健，公司低估值不会沦为价值陷阱；（2）赛道投资主要获取的是业绩和估值戴维斯双击的收益，持股期限取决于赛道增长曲线出现拐点的时间；（3）GARP 价值成长主要获取的是企业 ROE 的收益，属于长期投资，在持续期限足够长的时候，估值对收益率的影响基本不重要；（4）CANSLIM 趋势投资属于短期趋势投资，短期基本面是选股基础，但股价形态会影响买卖时点。

图表 2：不同投资门派预期收益率的来源不同



来源：国金证券研究所

说明：P/B 为市净率、t 为投资期限，不考虑分红情形

一、深度价值派：注重安全边际，获取均值回归收益

1.1 门派心法：捕捉安全边际，等待均值回归

- “证券分析之父”本杰明·格雷厄姆是深度价值派的掌门人，其是价值投资的鼻祖。格雷厄姆的价值投资理论中存在三个关键概念，即**内在价值、价格和安全边际**。内在价值作为客观事实，其是对于公司基本面真实现状和真实未来的演化，而股票价格则是市场参与者对公司进行分析、研究和判断所形成的主观认知，并不能真实反映企业的现状和未来。
- 在此基础上，市场对于股票内在价值的错估自然而然地导致了安全边际的产生。资本市场在运行过程中，股票价格与内在价值的偏离即为安全边际。例如，一家公司内在价值 10 块，但因市场出现了错判，价格被错误地定为 5 块，此时价格对价值的扭曲便形成了 5 块钱的安全边际。
- 深度价值投资的本质其实就是**捕捉安全边际，等待均值回归**。对于投资者而言，寻找安全边际的前提就是能够相对准确地判断公司的内在价值，一般可以由其未来的自由现金流贴现算出，但是 DCF 模型可操作性相对较差，目前市场上更多使用的是其简化后的市盈率法。而较大的安全边际可以在减轻投资错误风险的同时，扩大预期的收益。等到股价均值回归到内在价值的附近，深度价值派便可享受到估值修复所带来的回报。

1.2 门派招式：寻找定价错误，静待市场纠正

- 深度价值派的主要投资策略是买入市场价格远低于内在价值的上市公司，等到市场纠正错误定价之际，便是投资者获利之时。
- 定价错误可以不同的形式出现，造成定价错误的原因包括但不限于制度限制、外部宏观环境或公司内部困境造成的股价动荡以及投资者缺乏投资兴趣。在格雷厄姆活跃的年代，深度价值投资更多的是寻找便宜的股票，格雷厄姆在当时提出了两种安全的选股方法，其一是以低于公司 2/3 净资产价值的价格买入公司股票，其二是购买市盈率低的低估值公司，这也是深度价值投资的简化。
- 格雷厄姆晚年在一次访谈中提出经典价值投资策略，被认为其一生交易经验的最重要总结。经典价值投资策略共有十条准则组成，亦可分为“价值五法”和“安全五法”，包含了对估值、股息率、成长性、偿债能力、股价泡沫等多个维度的衡量。十条准则要求股票具备合理估值和稳定较好的成长性，另一方面通过偿债能力、有形资产等衡量，要求企业具备健康的财务状况和应对危机能力，大幅降低了踩雷、泡沫破灭等大风险事件。

图表 3：本杰明·格雷厄姆十条选股准则的原始表述

序号	价值五法
1	股票的盈利回报率（市盈率倒数）应至少是 AAA 级债券收益的 2 倍
2	股票的市盈率应小于其过去五年最高市盈率的 40%
3	股票派息率应大于 AAA 级债券收益率的 2/3
4	股价要低于每股有形资产账面价值的 2/3
5	股价要低于每股净流动资产的 2/3
序号	安全五法
6	总负债要小于账面价值
7	流动比率要大于 2
8	总负债要小于净流动资产的 2 倍
9	过去 10 年的年化盈利增长率要大于 7%
10	盈利增长率在过去 10 年中的 2 年减少不超过 5%

来源：《A Test of Ben Graham's Stock Selection Criteria》、国金证券研究所

- 如今的价值投资已较格雷厄姆时期有了更丰富的内涵，其更倾向于逆向投资，但需避免“价值陷阱”。以贵州茅台受塑化剂事件及三公限制被错杀为

例，2012 年 11 月酒鬼酒的塑化剂成为了白酒行业下跌的导火索，随后 12 月份的三公限制成为股价继续暴跌的推手。之后，贵州茅台最低时股价腰斩，而其市盈率（TTM）也一路下降至 9 倍的低点。现在来看，当时贵州茅台已出现了定价严重错误的情况，是一个极佳的投资机会。

- 贵州茅台作为行业龙头，其当时的营业收入及归母净利润并未出现下滑。从 2013 年的年报情况来看，贵州茅台的流动资产为 419 亿（其中货币资金为 252 亿），固定资产账面净值中有 76 亿为房屋及建筑物，而 2013 年底贵州茅台的市值为 1333 亿，加上茅台本身的品牌护城河，具有较大的安全边际。同时其 2013 年的归母净利润达 151 亿，毛利率和 ROE 高达 93%和 36%，盈利能力良好。2014 年贵州茅台股价走出了低谷，迎来了一轮估值修复。

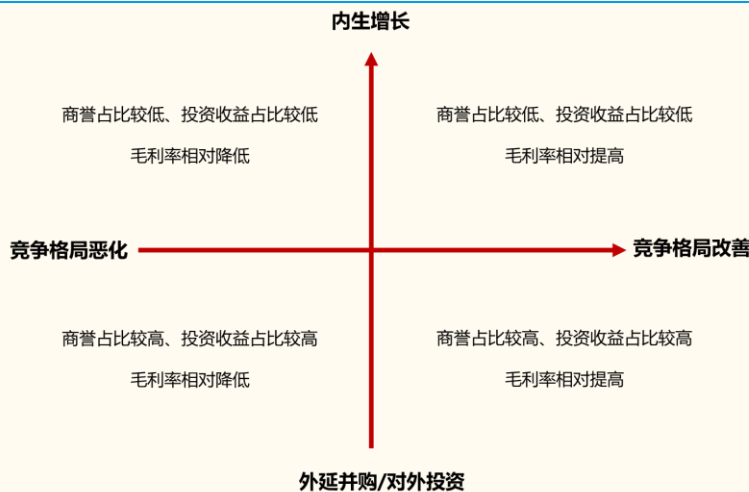
图表 4：贵州茅台被错杀后迎来了估值修复



来源：Wind、国金证券研究所

- 深度价值投资最重要的是要避开价值陷阱，这需要回到基本面研究，最重要的是对公司盈利能力进行深度挖掘。价值陷阱主要源自公司基本面的恶化，基本面恶化主要来自三大方面：一是行业整体走向衰退、二是公司竞争格局恶化、三是公司战略决策失败。具体而言，公司业绩取决于行业景气度和市场份额。行业整体走向衰退对上市公司业绩而言显然也会造成负面冲击。公司竞争格局恶化，市场份额下降，同样会影响公司业绩。此外，公司战略决策失败同样会对公司业绩造成冲击，比如并购失败带来大量商誉减值导致业绩下行等。

图表 5：企业增长模式及竞争格局

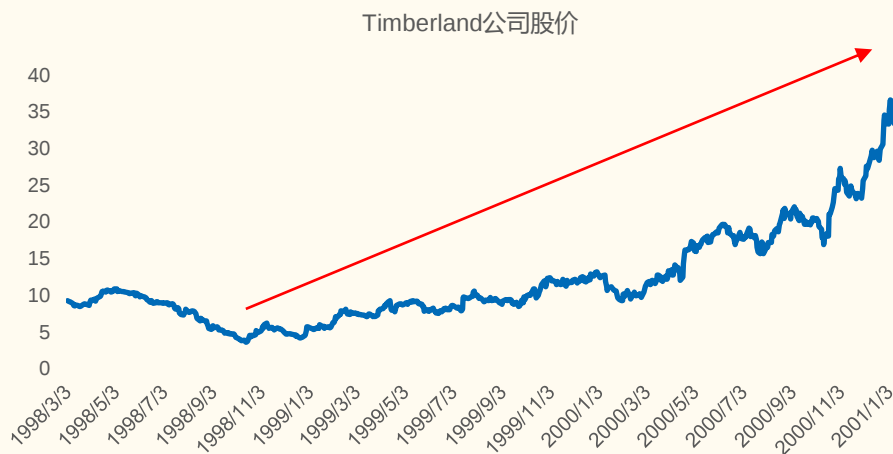


来源：国金证券研究所

1.3 经典投资案例分析——李录投资 Timberland

- 知名投资人李录是喜马拉雅资本的创始人，亦是查理·芒格的家族资产管理人。我们在此援引他撰写的《文明、现代化、价值投资与中国》中早期投资 Timberland 的案例对深度价值派进行简要地分析。
- 1998 年熊市中，李录挖掘到了一个烟蒂股投资机会。当时 Timberland 已跌破每股净资产，2.75 亿运营资本中含 1 亿现金、1 亿固定资产（一栋楼）。若以 3 亿的市值买下它，将得到 2 亿的流动资产，有较大的安全边际。同时公司当时的运营利润率达 13%，资本回报率 50%，盈利能力较好。但经历亚洲金融风暴以后，不少消费品在亚洲的业务都出现了下滑，比如耐克、锐步等，同时公司没有任何卖方报告，无人关注。
- 李录继续跟踪发现，公司过去 15 年历史记录良好，没有二级市场融资需求，唯一的问题是家族控股 40% 的股权（持有 98% 的投票权），且没有给出业绩指引，惹恼了不少股东，引发了诉讼。于是 Timberland 决定不跟华尔街打交道，也不给任何业绩指引，因此没有卖方分析覆盖。
- 李录通过渠道了解到管理层情况良好后，判断出这是一个定价错误的大机会，于 1998 年 8 月起开始买入 Timberland，并在 2000 年的公司见面会上发现市场开始对 Timberland 大为关注后卖出，收获了巨额的利润。从历史数据来看，1998 年 9 月至 2000 年 12 月底，Timberland 的股价将近翻了 7 倍，在市场纠正错误后带来了丰厚的回报。

图表 6：Timberland 在市场纠正定价错误后带来丰厚回报



来源：Bloomberg、国金证券研究所

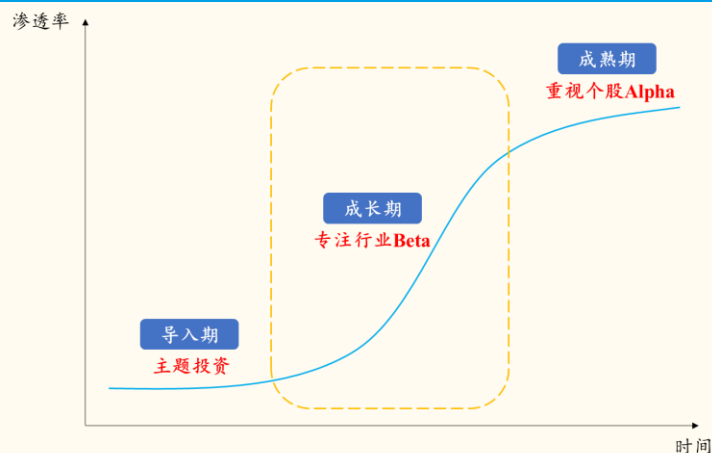
二、赛道投资派：注重增长曲线拐点，获取行业戴维斯双击收益

2.1 门派心法：高景气成长带来戴维斯双击

- 目前，自上而下选择赛道到选择个股的策略已然成为了市场主流之一，而赛道投资属于成长股投资的一大分支。成长股投资可大致分为三类：
 - （1）主题类投资，此类投资大都于产业初期出现，如 VR\AR\人工智能等，主题短期内或引人注目，但其基本面难以支撑股价长期大级别上涨，依赖市场的风险偏好以及催化时间。
 - （2）赛道投资，此类投资绝大多数发生在产业的快速成长期，追求行业 Beta。该阶段往往高增速和高估值并存，此时较快的业绩增速对相应较高的估值形成支撑，如新能源汽车、半导体、军工等，均属于行业 Beta 的投资机会。

(3) 个股 Alpha 投资，此类投资可出现在产业的各个阶段，但在行业成熟期居多。虽然行业增速会出现放缓的态势，但仍有个股增速会明显超越行业，给投资者带来回报。

图表 7：赛道投资派更专注于抓住成长期的行业 Beta



来源：国金证券研究所

- 赛道投资可视为景气投资的极致，专注高景气的行业 Beta，追求戴维斯双击。某个行业的景气度通常受益于外部政策、行业内部产品创新或科学技术进步所带来的推动，其将在未来具有确定性极高、非常广阔的发展前景。随着目前仍较低的渗透率在未来突破某个临界点后大幅增长所带来的业绩快速爆发，所在行业的大多数公司开始受到投资者的持续关注，并且财务报表上的优异成绩亦将与大幅上涨的股价彼此应和，估值业绩共振形成戴维斯双击，令投资者享受行业丰厚的 Beta 收益。

图表 8：美股各行业历史走势与社会发展趋势紧密相关



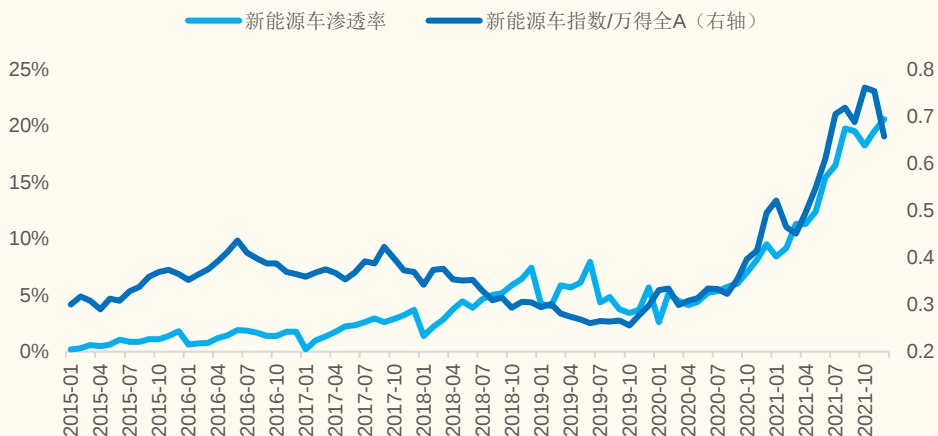
来源：Bloomberg、国金证券研究所

注：各阶段行业指数经标准化处理

2.2 门派招式：选择最佳赛道，把握渗透率

- 优秀的赛道往往具有深刻的社会特征，符合社会未来的发展趋势。最大的投资机会永远出现在经济社会发展的前沿趋势中，而前沿的变化最终导致经济领域大规模的变革。行业发展的大趋势包括但不限于以下三个方面：
(1) 能源进步，如近几年来新能源落地应用的不断兴起；(2) 技术升级，如历史上通讯手段的更新迭代；(3) 人类物质或精神需求丰富，如消费升级及游戏渗透率的提升。从美股的历史经验来看，其各行业走势与社会发展趋势紧密相关。
- 在确保选择的行业是一个好的赛道之后，如何判断行业是否处于高速成长期、业绩即将爆发与否是关键。一般而言，在行业成长曲线进行“S”型突破时，往往是行业进入高速成长期的信号。以 2021 年的热点——大级别上涨的新能源车行业为例，全球龙头特斯拉 2020 年二季报、三季报和四季报连续三个季度经营性现金流转正，利润高增。同时从我国的新能源车渗透率来看，其自 2020 年呈现迅速攀升的态势，并于 2021 年年底成功突破 20%，进入更高的台阶。与此同时，板块股价相对表现一路随之攀升。

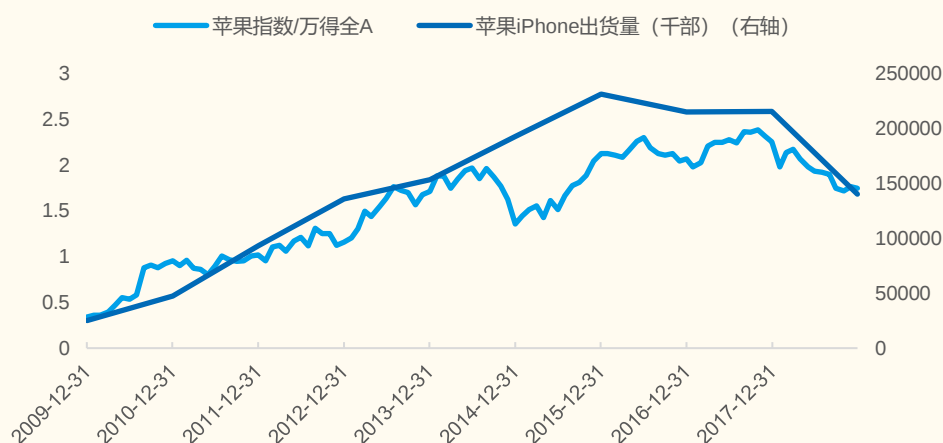
图表 9：新能源汽车渗透率与板块相对表现



来源：中国汽车工业协会、Wind、国金证券研究所

- 赛道崩塌多由于行业渗透率饱和步入成熟期或技术的全新迭代，需对产业趋势进行密切跟踪，避免进入“鱼尾”行情。不妨以过去苹果手机相关产业链为例进行简要分析，自 2007 年 iPhone 推出至 2010 年之前，苹果手机未能出现放量，直到 iPhone 4 的出现，达到了质变的阶段。从 2010 年 6 月 iPhone 4 的推出为开始，到 2017 年 iPhone X 的推出为结束，此七年是渗透率快速提升的成长阶段，此时大部分公司都会上涨。
- 2017 年 iPhone X 推出后，投资者们发现手机单价已无太多的提升空间，随后 iPhone 手机出货量于次年下跌明显，这其实意味着行业渗透率突破了阈值，行业整体已从成长期步入了成熟期。此时行业 Beta 已经较难享有，需要从赛道投资转向选择个股 Alpha 投资。苹果指数（即苹果概念股构成的指数）的超额收益确与 iPhone 出货量相关性较强，自 2017 年后呈现明显下降的态势。

图表 10：苹果指数超额收益与 iPhone 出货量相关性强



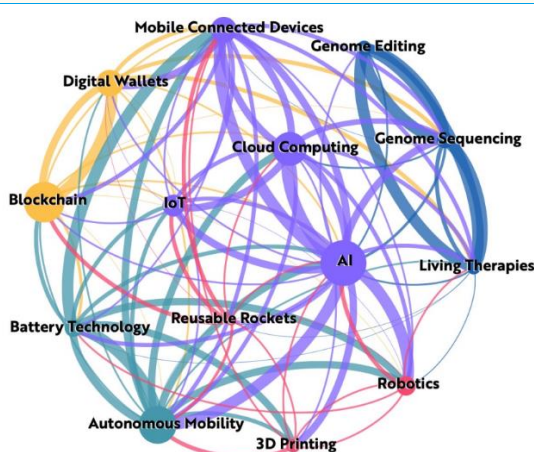
来源：Wind、国金证券研究所

注：苹果概念股主要包括苹果的全球产业链采购中相关的 TFT 面板、触摸屏组件、PCB 板、NAND 闪存、锂电池等相关产业链内的公司。

2.3 经典投资案例分析——ARK 基金

- 被称为“女巴菲特”的华尔街明星基金经理 Catherine Wood 无疑是赛道投资派的代表人物，其于 2014 年创立 ARK 基金，专注于投资“颠覆性创新”的机会。ARK 的研究围绕着人工智能、机器人、储能、DNA 测序和区块链这五个创新平台同时演进和融合的理念展开。同时，ARK 确定了 14 项革命性技术，随着成本的下降，它们正在接近临界点，释放出跨行业和需求，并催生更多创新。

图表 11：ARK 确定的 14 项革命性技术



来源：ARK Invest《Big Ideas 2022》、国金证券研究所

- ARK 相信 DNA 测序、机器人技术、能源存储、人工智能和区块链技术这五大创新平台在未来拥有广阔的市场空间，并且在这些行业压了重注。ARK 旗下的主要几只基金表现出了极强的赛道投资派风格：（1）ARKQ（ARK Autonomous Technology & Robotics ETF）：主要投资在自动驾驶运输、机械人及自动化、3D 打印、能源储存、太空探索等方面发展业务的公司；（2）ARKF（ARK Fintech Innovation ETF）：主要投资在交易创新、区块链技术、风险转化、无摩擦资金平台、面向客户的平台、新中介方面的公司；（3）ARKW（ARK Next Generation Internet ETF）：主要投资在云计算和网络安全、电子商务、大数据和人工智能、物联网和移动技术、社交平台、区块链和 P2P 技术方面的公司；（4）ARKG（ARK Genomic

Revolution ETF): 主要投资在 Crispr、基因编辑技术、针对性研究治疗、生物信息学、分子诊断、干细胞、农业生物学方面的公司; (5) ARKK (ARK Innovation ETF): 其是上述四只主动型 ETF 的综合, 也是市值最大的一支 ETF; (6) ARKX(ARK Space Exploration & Innovation ETF): 其于 2021 年 3 月 30 日开始上市交易, 主要投资于轨道和亚轨道航天类股、推动技术类股和航天受益类股。

图表 12: ARK 相信五大创新平台拥有广阔的市场空间



来源: ARK Invest《Big Ideas 2022》、国金证券研究所

- 从历史表现来看, ARK 通过赛道投资获得的回报较为丰厚。以 ARKK 为例, 其 2020 年涨幅高达 170%, 管理规模增长了 10 倍, 其他几只 ETF 也表现颇为不俗, 这种速度和光芒在主动类 ETF 基金中史无前例。在 ARK 关注的五大创新平台中, 或许会出现如特斯拉一样的黑马, 但潜在风险也较大。从近期的表现来看, ARKK 的波动性确实也更大, 回撤明显, 但其超额收益一度十分亮眼。

图表 13: 标准化后 ARKK 超额收益一度十分亮眼



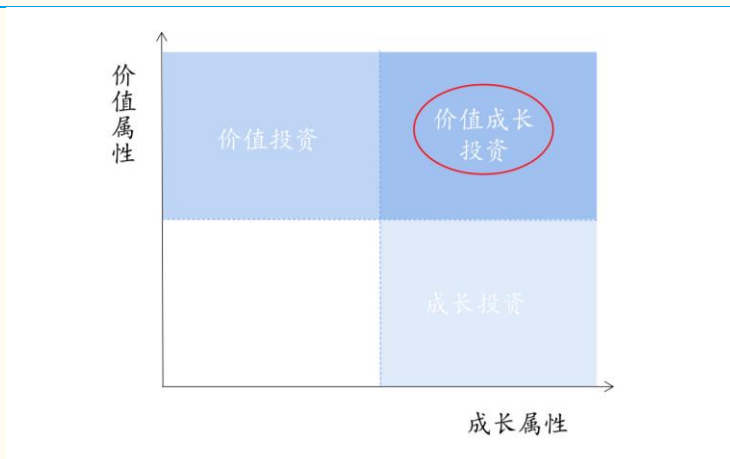
来源: Wind、国金证券研究所

三、GARP 价值成长派: 注重长期 ROE, 获取企业长期增长收益

3.1 门派心法: 看重长稳定的高 ROE

- **价值成长投资的理念为以合理价格买入高内在价值并具备成长性的公司，通过分享企业的发展红利赚钱。**以巴菲特为代表的价值成长派认为公司的内在价值是企业未来现金流折现值。可以说，价值成长派在选股理念上比深度价值派多了成长性标准，价值成长派更愿意选择预期扩张价值高的白马股。巴菲特认为理想的投资对象应该具备两个条件：一是内在价值高于价格；二是内在价值处于增长阶段。

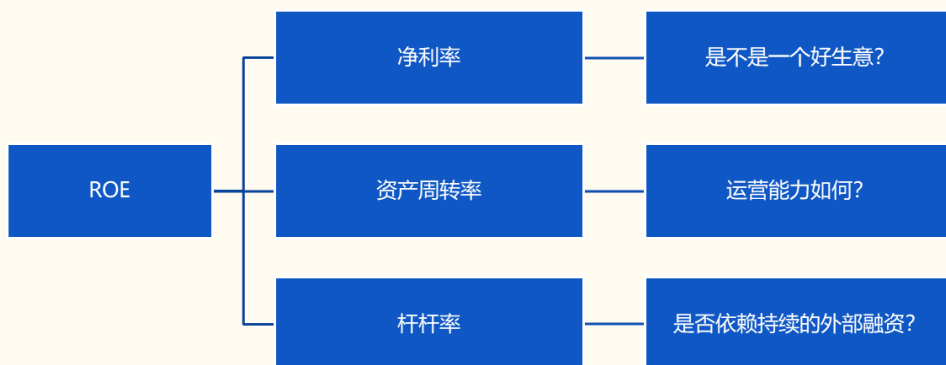
图表 14：价值成长派兼顾价值和成长



来源：国金证券研究所

- **价值成长投资最关注企业的内在价值和成长性，强调长期稳定的高 ROE。**价值成长派认为理论上公司内在价值的实质是公司未来现金流的折现值。但是公司未来的情况难以被精确预测，把内在价值定义为未来现金流折现值这一理论只能作为估值的指导思想。实际操作中，价值投资派往往选取 ROE 作为衡量公司内在价值的主要指标。巴菲特致股东的信中提到过，他把公司 ROE 的标准定为 15% 以上，其重仓股的历史 ROE 均在 20% 以上。巴菲特将 ROE 作为判断公司好坏的主要依据，认为 ROE 常年处于高水平的公司才值得投资。
- **如果一家公司过去的 ROE 能多年持续保持在高位，那么说明公司大概率有宽广“护城河”，未来更可能持续保持高盈利能力。**ROE 这一综合性指标能较全面地反映公司盈利能力、运营能力和财务杠杆水平。价值成长投资派以 ROE 为主要指标，综合判断公司是否具备确定的长期扩张特质。价值投资派自下而上深入了解行业发展情况、公司经营水平和竞争优势，从而识别公司是否有优质“护城河”。护城河一是品牌忠诚度，二是清晰的行业竞争格局和公司稳固的行业强势地位，还包括公司管理层能力。
 - 1) **销售净利率：**ROE 受销售净利率的影响最大，被销售净利率推高的 ROE 较为健康。贵州茅台的高 ROE 来自销售净利率，其销售净利率一直维持在 45% 至 55% 之间，ROE 达到 25% 以上。高销售净利率最易带来高 ROE，但是高销售净利率很难维持，有的来自产品和品牌竞争力强，有的具备垄断地位，有的商业模式难以复制或技术壁垒。
 - 2) **资产周转率：**高资产周转率的公司意味着同样的投入有更高的收入，或者说只需要投入少量资金就能维持生产经营，这说明公司运营和管理资产的能力强，也可能意味着薄利多销，盈利较依赖高效的管理，所以仅依靠高资产周转率维持 ROE 较困难。沃尔玛是典型高周转模式，虽然其销售净利润率仅为贵州茅台的二十分之一，但是靠着高周转和高杠杆其 ROE 一度保持在 15%-25%。
 - 3) **权益乘数：**另外，价值投资派青睐财务杠杆合理的产公司，以防出现债务危机。巴菲特喜欢的高 ROE 公司通常负债较少，更看重企业的盈利和运营能力。

图表 15：不同企业保持长期盈利能力的核心驱动因素不同

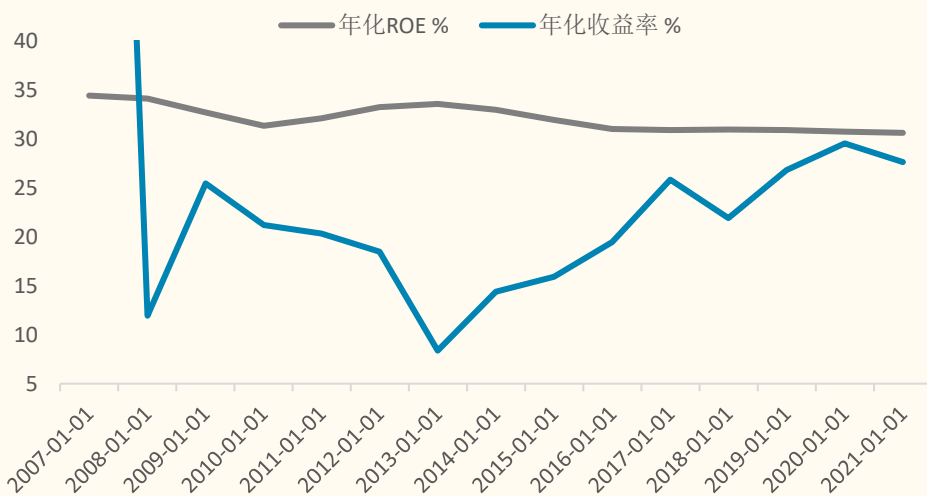


来源：国金证券研究所

3.2 门派招式：强调相对合理价格，长期持有与公司共成长

- 价值成长投资者倾向于在相对合理时买入长期成长性的公司，不像深度价值投资者那样对估值有着苛刻的要求，价值成长投资者对估值存在一定的容忍度。相对合理价格指的标准各有不同，有些人注重 PEG 的相对估值，有些人注重 DCF 的绝对估值，这与投资者资金久期和市场环境息息相关。从极端的例子来看，如果持股期限足够长，实际上估值变化对预期收益率的贡献几乎为零。实际上，价值成长风格的投资者关注的是长期公司基本面，长期持有分享公司长期成长的收益是其收益主要来源。以贵州茅台为例，自 2006 年股权分置改革之后（此后股本变化对公司市值影响较小），15 年以来，投资贵州茅台年化收益率逐步趋向于公司 ROE。
- 价值成长派的投资集中于少数行业、企业，并长期持有，较少受市场短期波动影响。因为价值成长投资最关注公司未来收益贴现后的内在价值，熟悉和业务稳定简单的行业能较好预测现金流。并坚持长期投资，只要企业经营没有大变动、未来收益理想就继续持有，而非当市场小幅波动就卖出。价值成长派主张投资者以公司所有者角度投资，成为公司积极的管理者，关注其发展前景，而非随市场波动的股价。其对长期持有的强调，甚至有永久性持有的意味。

图表 16：长期投资收益趋向于企业 ROE：以贵州茅台为例

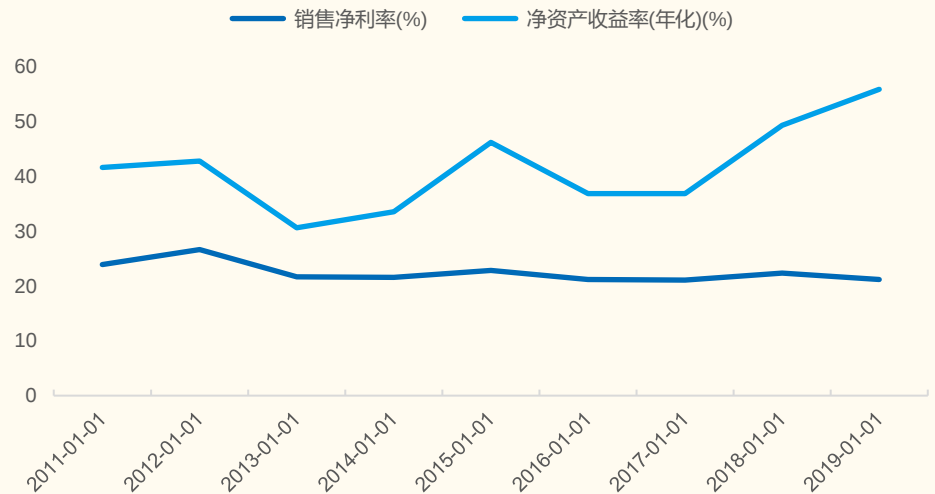


来源：Wind、国金证券研究所

3.3 经典投资案例分析——巴菲特投资苹果公司

- 苹果公司以极致体验+封闭生态构筑护城河，20%+的净利率使 ROE 达 30% 以上。在 2016 年被巴菲特买入之前，苹果公司过去五年 ROE 均在 30% 以上，其高 ROE 主要来自较高的销售净利率。苹果的总资产周转率和权益乘数相对较低，相比起其他薄利多销的竞争者，苹果凭借品牌服务高溢价获取高额的净利润率。

图表 17：苹果 2011 年至 2019 年销售净利率、年化 ROE



来源：Wind、国金证券研究所

- 2016 年 5 月，巴菲特的伯克希尔哈撒韦首次建仓苹果公司，买入了 1000 万股，成本为 100 美元左右，之后不断持续加仓。2008 年金融危机后，随着苹果不断新品发布，其股价在巴菲特建仓前已有大幅的上涨，但从长期投资角度来看，买入公司关键的因素是持续盈利的能力。2018 年三季度，伯克希尔已持有 2.6 亿股。2018 年第四季度，股价开始暴跌，从 228 美金跌至 142 美金，幅度达到 38%，一度跌入成本价。但是伯克希尔继续持有其股票，并无减仓，苹果公司成为伯克希尔哈撒韦的第一大重仓股。2016 年至 2020 年四年间，巴菲特在苹果股票上的收益率约 170%，年化收益 42%。

图表 18：苹果 2015 年至 2020 年股价表现



来源：Wind、国金证券研究所

四、CANSLIM 趋势投资派：注重短期基本面和技术分析，获取短期趋势收益

4.1 门派心法：基本面+技术面，择时获取短期收益

- 趋势投资根据股价实际表现，分析量价关系和股价走势图形态择时，多为短线交易。趋势投资派一般为短线交易，持股周期短、换仓频率高。威廉·欧奈尔是趋势投资的代表人物之一，其理念是先识别优质基本面公司，再以投资标的上涨或下跌周期作为买卖交易依据，属于基本面分析+技术分析。1) 在基本面的评价上，强调短期成长性，要求公司短期的销售额或收益率处于上升阶段。2) 技术分析上，通过研究以往量价数据，进而预测未来的价格走向。其分析侧重于捕获主要和次要的趋势，并通过估测市场周期长短，识别买卖机会。技术分析者主张依据股价过去表现，认为走势可以延续。因为历史总是会重复，投资者的心理、习惯、经验对其交易行为的影响不随时间改变。

4.2 门派招式：CANSLIM 法则选股，技术分析决定买卖时点

- 威廉·欧奈尔认为未来表现最好的股票有七个共同特征即 CANSLIM。CANSLIM 从基本面和技术面划定了股票池的选择标准。具体而言，包括较高的季度年度 EPS 增速、公司展现新气象、流通数量相对较少、领涨的龙头股、适当的机构认可度、市场大盘预兆。威廉·欧奈尔用这七个准则衡量企业基本面并进行技术分析，再用股价走势图择时，在图形特定形态和止盈止损点处买卖。
- C (current earning) 为可观或者加速增长的当季每股收益。趋势投资派十分重视季度 EPS 的增速，认为所选择的股票，其当季每股收益应该同比大幅上涨 20% 以上。设定每股收益的最低标准，增幅越高的股票越值得关注。
- A (annual earning) 为年度每股收益。应选择年 EPS 同比增长 25%—30% 以上的股票。欧奈尔研究发现，表现卓越的股票在其显露的早期，其公司前五年 EPS 的年均复合增长率是 24%。最为理想的情况是股票每年的 EPS 同比均增长。
- N (new) 即创新。趋势投资派主张选择展现了新气象的公司，认为公司展现新气象，是股价大涨的前兆。比如开发了重要的新产品或者服务，或者从新管理层、大为改善的产业环境中受益匪浅。
- S (supply) 指已发行流通的股份。趋势投资派倾向选择流通数量相对较少的股票，小盘更易飙升。欧奈尔发现 95% 的股票在其股价表现优异的时候，流通盘都小于 2500 万。并建议分析大股东持股占有率及流动的股数，关注管理层持股数量较多、进行股票回购的公司。
- L (leader) 为领涨的龙头股。趋势投资派往往挑选领涨的龙头股，挑选 RS 值在 80 或者 90 以上的股票，即相对强弱指数高的股票，回避滞涨的弱势股。领涨股往往也能在大盘跌势结束后最先反弹。欧奈尔发现 1953~1985 年，表现最佳的 500 只股票的股价在真正展开主升段前，其相对强弱指数的均值为 87。
- I (institutional investors) 表示机构的认可程度。投资者应当购买这样一种股票：至少被几家业绩水平优于行业平均水平的机构投资者持有，并且近几个季度内机构投资者数量有所增加。不需要大量的机构投资者来关注，但是至少应该有几家。如果一只股票没有专业机构青睐，那么其业绩很可能表现平平。即使机构判断错误，股价的大幅攀升仍需要大额购买量的刺激。如果股票被机构过量持有，当公司出现状况或熊市来临时，机构的过量持有意味着潜在的大量抛售。

- M (market) 即整体市场。主张按日解读股价和成交量以洞察大盘见顶的前兆。欧奈尔发现, 3/4 的股票将会与市场平均价格指数的主要、明显的运动方向保持一致。大多数市场领涨股之所以会由涨变跌, 是因为大盘开始了跌幅至少为 10% 的下挫。

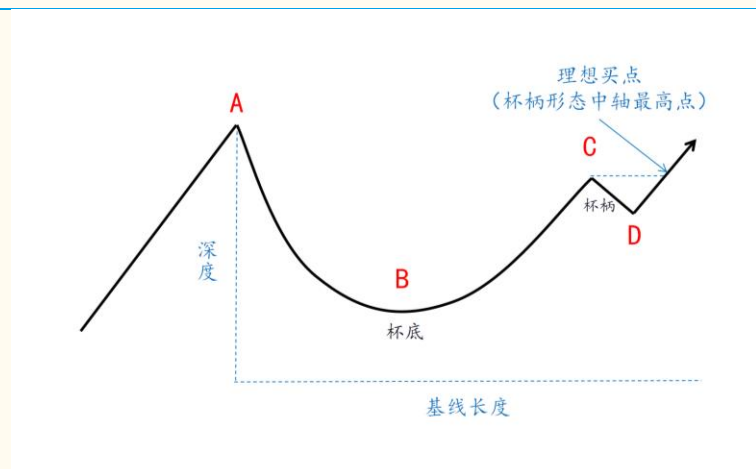
图表 19: 威廉·欧奈尔 CANSLIM 法则

缩写	全称	主要观点
C (current earning)	季度 EPS	所选择的股票, 其当季每股收益应该同比大幅上涨 20% 以上。
A (annual earning)	年度 EPS	应选择年 EPS 同比增长 25%—30% 以上的股票。
N (new)	新气象	公司展现新气象、有新变革, 是股价大涨的前兆。
S (supply)	已发行流通的股份	选择流通数量相对较少的股票。
L (leader)	领涨的龙头股	挑选 RS 值在 80 或者 90 以上的股票。
I (institutional investors)	机构认同度	所选股应至少被几家业绩水平优于行业平均的机构投资者持有且近几个季度内机构投资者数量有所增加。
M (market)	整体市场	主张按日解读股价和成交量以洞察大盘见顶的前兆。

来源: 《How To Make Money In Stocks》、国金证券研究所

- 买入点的选择上, 欧奈尔倾向于图形突破, 例如典型的杯柄突破, 或是新高突破。带柄茶杯形态是欧奈尔 K 线择时系统一种最重要的价格形态。形态如图所示, A 点是前期高点, C 点为反弹高点。D 之后股价突破 C 点时, 触发买入信号。A-B-C-D 形态犹如一个杯子, A-B-C 是茶杯的杯身, C-D 是茶杯的杯柄。杯状形态可以持续 7-65 周不等。杯底部分的形状应当圆滑, 呈现出 U 型, U 型区域会淘汰意志薄弱的股票持有者。带柄茶杯形态的优劣取决于杯身呈 U 型还是 V 型、价格形态从最高点 (杯顶) 到最低点 (杯底) 的回调幅度是否过大、成交量如何配合等。
- 威廉·欧奈尔的投资策略在技术面分析上较为精细, 止损止盈准则严格谨慎。他的损益方案为赚取了 20% 的利润时止盈 (除非是最为强势的牛股), 并且在股价低于买入价的 8% 以前止损。他的主要择时策略包括: 假使股票在最初突破后的 3 周内上升超过 20%, 就至少持有 8 周; 在卖出策略上主张将损失控制在初始成本的 7% 或 8% (绝对止损底线); 在最初买入的股票上涨 2% 或 2.5% 时迅速进行第一次跟进; 尽可能在接近中轴点处买入股等。

图表 20: 欧奈尔 K 线择时——带柄茶杯形态



来源: 《How To Make Money In Stocks》、国金证券研究所

4.3 经典投资案例分析——吉尔·莫拉雷斯投资甲骨文

- 1999 年 9 月，欧奈尔公司的前员工吉尔·莫拉雷斯严格遵循 CANSLIM 法则（C），在甲骨文第一次出现杯柄形态时并没有买入。甲骨文公司在 1999 年 9 月首次有效突破杯柄形态，但是他分析甲骨文公司基本面和大盘情况后决定暂不买入。因为甲骨文公司近四季度的收入增速持续下滑，分别为 58%、43%、33%和 23%，并且，当季销售额增速仅为 13%，不满足 CANSLIM 法则 C 的要求。再加上股市处于调整期，未发出持续上涨的追盘日信号。吉尔·莫拉雷斯认为其缺少推动股价上升的基本面和大盘推力，所以并未买入甲骨文。
- 吉尔·莫拉雷斯在重新分析甲骨文的业务和市场地位后，确定甲骨文基本具备推动股价上升的能力。甲骨文公司的业务类似早期“信息家电”，极具创新性，但是在互联网技术加速发展的背景下，其业务和理念的可行性日益提高。当时其 ROE 高达 38.8%，反映出公司具有强劲的盈利能力。同时 2000 年前后美国实行宽松的货币政策，机构投资者资金充裕，青睐具有强大盈利能力的知名企业，尤其是互联网爆发式发展的受益者。所以机构资金不断进入到甲骨文等互联网公司。吉尔·莫拉雷斯重新分析甲骨文的业务和市场地位后认为其经营良好、短期内有能力创造稳定可靠的收益，转变了对它的看法，并将其放入观察名单，等待下一次突破。
- 1999 年 9 月首次有效突破杯柄形态后，甲骨文公司在前一柄部区域的顶点形成 6 周的盘整，形成了步步为营形态。吉尔·莫拉雷斯判断步步为营形态说明股票本身已经具备股价上涨的内在推动力同时也实现了图形突破，但是要等待整体市场转牛，这只股票才能为起飞扫清障碍。甲骨文周线图显示，在步步为营形态的第二个基部，第一周的量能支撑有所降低。吉尔·莫拉雷斯认为这种迹象，配合强势的步步为营形态，表示又一个买入点的到来。于是在第二个基部的第六周，吉尔·莫拉雷斯开始逐步建仓，准确把握了甲骨文公司从 1999 年底开启的主升浪行情。

图表 21：1999 年 9 月初甲骨文公司首次突破杯柄形态



来源：《Trade Like an O'Neil Disciple》、Wind、国金证券研究所

图表 22：甲骨文公司从步步为营形态中突破后股价飙升



来源：《Trade Like an O'Neil Disciple》、Wind、国金证券研究所

- **风险提示：**历史案例环境和当前投资环境不同；长期投资面临公司短期业绩波动压力；低估值陷入价值陷阱；技术分析胜率不确定。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；非国金证券C3级以上（含C3级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-61038271

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场 T3-2402