

声音

增量投资将成常态

访步长资产管理中心总裁姒亭佑

“资金荒”、“资产荒”、独角兽企业估值透支等问题，正在考验着国内的投资产业链。在步长资产管理中心总裁姒亭佑看来，“所有这些现象的背后，都有一个绕不过去的深层次现实，那就是投资的速度，跟孵化

一个企业的速度是不匹配的。”姒亭佑专注于医疗健康产业投资及家族资产管理，同时还是HT Investment 管理合伙人、富煜亚洲投资总裁。历任美国上市制药公司中国区总裁、南港生生育成中心、工研院生医所、制药工业统

业工会及创业投资商业同业工会顾问。用姒亭佑的话说，“从产业出生，既做过直投，又干过LP(有限合伙人)，整个产业链都看过了”。

那么，到底该如何把握未来宏观经济环境下的投资趋势？对于以家族办公室见长的步长资产管理

中心来说，如何帮助家族企业进行合理的资产配置？如何遴选优秀的GP(一般合伙人)？如何看待企业管理背后的企业执行力和成长性？如何借助战略地图找到投资的路径？近日，《中国经营报》记者专访了步长资产管理中心总裁姒亭佑。

看方向更要看趋势

我们在投资前，有两个基线：一是GDP增长率以下的行业不看；二是GDP增长率以上的企业，重点关注成长率高于行业平均值以上的领域。

《中国经营报》：步长资产管理中心管理着多家知名家族的资产，现已在全球投资80余个基金，290余家企业，能否介绍一下你们的投资逻辑？

姒亭佑：我们的投资逻辑很简单，就是熟悉的领域我们自己做；不熟悉的领域，会让这个领域最顶级的公司或者专家去做。目前步长专注在医疗健康和互联网产业，喜马拉雅FM、陌陌、小米、大众点评、滴滴等都是我们的直投案例。

具体来说，我们在投资前，有两个基线：一是GDP增长率以下的行业不看；二是GDP增长率以上的企业，重点关注成长率高于行业平均值以上的领域。

这两个基线的重要性在于确定趋势。现在一级市场的投资人大部分都不看宏观经济，但宏观经济其实是至关重要的，因为它关系到投资的可持续性。一般来说，趋势对的话，即使方向错了，还有机会回来。但如果趋势错了，即便方向是对的，利润率也会被大幅缩减掉。当然，如果趋势错、方向也错，就会死得很惨。

以医疗行业为例，疾病谱不会改变，但趋势是什么呢？就是我在说的老龄化，老龄化导致的结果是老年病会增加，慢性病会增加，相关肿瘤市场会增加。所以，在这个市场上，即使你不做更多的事情，也会有15%~20%的自然增长，所以，我们在医疗行业的投资会布局

这一趋势。

不过，在趋势正确的前提下，方向和路径的确定也还有很多坑洞，所以仍有可能失败。这就是为什么企业的战略要去看全局，看方向，看目标，看未来。在投资一项新的业务前，我们要看国际上目前的情况是怎样的，中国当下的情况又是什么，有哪些人在做这个领域，他们的核心竞争力究竟是什么？这个领域真正赚钱的点是在什么地方？后来者有没有可能突破它、替代它？企业自身进行超越的潜力又在哪儿？在一系列问题的讨论之后我们才能确定这个方向到底能不能投。

《中国经营报》：你怎么看当下宏观经济对投资的影响？

姒亭佑：我们认为投资要先确定经济发展的阶段，现在中国的阶段不一样了，过去的人口红利、低成本制造都没有了，这标志着过去的投资经验已经不可以再复制了。

举例来说，2009年创业板没有推出的时候，一大堆估值不高的企业在那里，在创业板开放前只要你抓住它投进去，一上市就能赚钱，但这种投资很快就没了，因为这是存量投资，政策套利的过程。后来，新的机会又出来了，有些企业能够赚钱，但没有增长，于是收购一些技术性的公司，两个搭配在一起上市，当然还有很多上市公司也在市场上不断搜索，收购一些新兴公司去推高估



值，现在也差不多已经收完了，市场上已经收无可收，于是这些上市公司又会上去孵化，去做增量。这意味着存量市场已经瓜分得差不多了，下面要寻找增量市场的创新。

我们一直坚持认为，赚钱的公司不代表值钱的公司，值钱的公司是要能够看到未来的。但现在的问题是二级市场估值越来越

高，一路往上冲，实际上是已经把未来的五年或者三年全部透支了。那么为什么还有投资人往里投，后面投资人的逻辑是什么？是因为后面的投资人认为还可以把估值持续地炒上去，但资管新规出来，大家看到水没了，于是出现了很多C轮估值跟B轮估值差不多的项目，甚至投资额也开始往下压。

选GP更看重其对未来的判断

我们在选GP时也会特别注意看三个方面，一是看它在哪个领域，二要看它的区域，三再看它所处的阶段。

《中国经营报》：家族办公室与母基金的差别是什么？

姒亭佑：家族办公室做的是“定制化产品与服务”。家族办公室的核心价值是保持与家族利益一致、专注于家族个性化要求并对家族信息高度保密。母基金做的是“标准化产品”。市场化的母基金策略与方向是确定的，投哪些基金与项目由基金管理人决定，也因此两者的从业人员的配置和能力要求都大不相同。单一家族办公室是“资产拥有者”，投资基金只是他们资产配置的方式之一。所以就单一家族办公室而言，应该不会自称“家族母基金”。市场化母基金的资金是募集来的，是“基金管理人”依据GP的基金策略与专业判断的投资基金，为LP获取超额回报，并得到超额回报的业绩奖励。

对于家族办公室而言不能简单概括，因为它投了多个基金就叫它为母基金了。例如：养老基金或捐赠基金，为保值增值，投资了多个基金，我们不能就自己把它改名为母基金。单一家

族办公室的钱是自己的，在投资和决策、流程与风控，家族风险偏好，是否是委托或半委托专业的投资团队打理等方面，有的灵活的严谨，从外部角度看，会呈现出多种形态，没有定式。

《中国经营报》：你在做股权资产配置的时候，是如何选择GP进行合作呢？

姒亭佑：在我看来，GP是在一片迷雾当中寻找未来的参天大树，任何一棵树就代表一个公司，也可以代表一个人，不同的树种就是不同的产业，所以GP的核心能力就是如何把迷雾吹走，找到那棵未来的参天大树。现实中，大量的GP自己都迷路了，随便抓住一个项目就觉得多好多好，所以，我们在考察GP的时候，希望它一定要有自己的判断和想法。

在市场上，很多人都在强调团队的重要性，的确，团队是贯穿所有的一切，团队的知识，团队的既往业绩都很重要，但是在我们的评价体系里，团队过往的业绩大概只占20%，更多的部分我希望能看到它对未来的判断，

对过去的一些总结。这些判断和总结，通过与对方沟通都能看出GP的水平，因为你在业内很多年，对方逻辑顺不顺，一眼就能看出来。

同时，我们在选GP时也会特别注意看三个方面，一是看它在哪个领域，二要看它的区域，三再看它所处的阶段。投资时要避免重叠，如果你投了一些机构，最后这些机构都投到一个企业项目里了，甚至A轮B轮C轮D轮机构都是自己投的，那就不知道你在干嘛了，所以在投资时一定要构建生态圈的概念，这才是真正的核心。

当然，需要说明的是，作为投资人，我们一直在强调要追寻成人成己的成就，所以不会深度参与到GP的管理里面去。

《中国经营报》：你在做步长资产管理中心之前，曾经做过产业，有深厚的产业背景，做过上市公司，也做过跨国公司在华的CEO，那么，你现在做直投的时候，会用一套怎样的视角来看企业，尤其是企业管理方面的问题？

姒亭佑：现在做直投，大家

母基金生态圈投资法则

过去十年的统计，只要是投到前50%，就不会赔钱。所以基金更多是一个投资组合的概念，不能投太少，一般是10-15个之间。

《中国经营报》：母基金投资生态圈的投资法则是什么？

姒亭佑：欧洲针对过去20年的统计显示，投一个项目出现亏损的可能性是42%，平均的亏损率是85%，全赔完的概率是30%。如果投基金的话，出现亏损的可能性是21%。同时，过去十年的统计，只要是投到前50%，

就不会赔钱。所以基金更多是一个投资组合的概念，不能投太少，一般是10-15个之间。而对于母基金来说，由于在基金上加了一层，其收益率会更稳健，出现亏损的可能性趋近于零。

现在，母基金总是在谈投白马，白马名气大，但是如果思路老化，跟不上时代，团队建设不

够，回报率就会变差。另外，从基金的规模来看，资产管理的规模越大，回报率就会越差。所以，你看老牌基金跟新兴基金的排名，走到第一名的十次有七次都是新基金，同时TOP10里面有49%是新基金，然后成长期基金占31%，老牌基金只占20%。

都在谈风口，谈独角兽的概念，但我们认为，所有的风口来的时候再投资都已经太晚，因为都是别人在布的局。所以我们更多还是关注企业本身的成长性，而企业本身的成长能力与企业的管理关系密切。

管理，我认为就是“共识”，就是大家对于目标以及要做什么事情一致的认识。共识度低，你会发现企业里每一个人的执行力都很强，但公司执行力就是很差，因为大家想的不一样，没有共识，合力就小。而共识度高，公司整体执行力就会比较强，如果能把握住上面所说的趋势和方向的话，那么成长性就会很好。

共识度的高低，很多时候又取决于CEO的能力。我曾经讲过，科学家是在干五公里深的事，CEO是在干五公里宽的事。对CEO来说，常识非常重要，因为他不需要干具体的工作，但他需要知道框架、纵横，知道管理的重点在哪里。管理重点通常都是一些交叉点，比如部门与部门之间的交叉，公司内部与外部之间的交叉，公司内部人与人之间的交叉交接等。

所以，在投资的时候你要综合考虑很多问题，比如基金规模越大，你要让它翻个几倍也很难，但投后面相对比较稳健。而规模小一点的话它容易翻，但投后面它投不了，因为它只能投前面，所以它翻出来的倍数就更高。这里面有很强的理论和统计数据的研究，都不是乱配的。

老板秘籍

步长资产管理中心的投资逻辑是什么？

我们在投资前，有两个基线：一是GDP增长率以下的行业不看；二是GDP增长率以上的企业，重点关注成长率高于行业平均值以上的领域。

这两个基线的重要性在于确定趋势。现在一级市场的投资人大部分都不看宏观经济，但宏观经济其实是至关重要的，因为它关系到投资的可持续性。一般来说，趋势对的话，即使方向错了，还有机会回来。但如果趋势错了，即便方向是对的，利润率也会被大幅缩减掉。当然，如果趋势错、方向也错，就会死得很惨。

以医疗行业为例，疾病谱不会改变，但趋势是什么呢？就是我在说的老龄化，老龄化导致的结果是老年病会增加，慢性病会增加，相关肿瘤市场会增加。所以，在这个市场上，即使你不做更多的事情，也会有15%~20%的自然增长，所以，我们在医疗行业的投资会布局这一趋势。

如何选择GP进行合作？

在我看来，GP是在一片迷雾当中寻找未来的参天大树，任何一棵树就代表一个公司，也可以代表一个人，不同的树种就是不同的产业，所以GP的核心能力就是如何把迷雾吹走，找到那棵未来的参天大树。现实中，大量的GP自己都迷路了，随便抓住一个项目就觉得多好多好，所以，我们在考察GP的时候，希望它一定要有自己的判断和想法。

在市场上，很多人都在强调团队的重要性，的确，团队是贯穿所有的一切，团队的知识，团队的既往业绩都很重要，但是在我们的评价体系里，团队过往的业绩大概只占20%，更多的部分我希望能看到它对未来的判断，对过去的一些总结。这些判断和总结，通过与对方沟通都能看出GP的水平，因为你在业内很多年，对方逻辑顺不顺，一眼就能看出来。

深度

在生态地图里贯穿技术布局

事实上，即使对于不做投资的人来说，差不多也能列举出未来颇具潜力的几大战略方向，比如AI、无人驾驶、生物医药、智能制造、新消费等，但是，如何在这些大的战略方向下锁定细分再细分的领域，找出未来最有成长空间的企业，却考验着投资人的智慧。

对此，姒亭佑告诉记者，“解决这一问题的关键是要有战略地图，做家族办公室要有家族办公室的地图，做投资要有投资的地图，做产业要有产业的地图。举例来说，我觉得在北京很熟悉，是因为我心里有一个很完整的地图，但在波士顿开车，如果没有GPS，我就会迷路。”

姒亭佑曾经绘制了一幅15世纪到2015年的整个世界经济的变化地图，夜空越亮表示经济越发达，但西部大开发的区域却是整个全黑。他告诉记者，“背后的原因其实是因为世界经济是一个海洋经济，沿海200公里以内的运费是用‘厘’算的，超过200公里以外的话是开始用‘毛’来算的，再进去就开始用‘元’来算，对西部大开发来说，一个最大的挑战就是物流成本太高。所以产业上就要选择，你做鞋子或柴鸡等消费品，毛利可能不到10%，但运费可能就占了30%还多，是没法做的，所以西部适合做芯片，一小箱芯片100万美元，物流成本就分摊不了多少。”

再从投资医疗的产业地图来看，从注册到最后上市的全过程，从专业深度到专业宽度，从产品、企业、市场到价格、质量、价值，根据产业地图，就可以一直不断跟进，给出问题，找出解决方案。以投资牙科为例，十年就批一个项目，这就不能投。所以一定要看这个发展路径图，然后分析哪些是蓝海，哪些是蓝海，了解产业未来的发展趋势。

有些人做项目，几十页纸画了一个巨大的市场，但并没有思考如何到达这个市场的路径，就没办法落实。

在姒亭佑看来，路径选择非常重要，以无人驾驶为例，大家都看好未来2030年或2050年是无人驾驶的时代，那么，投资无人驾驶应该投资在哪个细分领域呢？是AI的驾驶系统吗？

“我认为不是，我认为控制系统的竞争最终会非常激烈，200多个企业最后留下来的可能也就两三家，在这个比值下投资成功的可能性就变低了。但是，可以做Sensor(传感器)，因为无人驾驶要上路，所有公共交通系统就全部要提升，这样，所有的汽车零部件全部都需要你去做。所以我们投了世界上最大的面板厂，你不一定要去做控制系统，你只需要做整个公共改造系统的公司，它不会是一家公司，会是N家公司，这就是基于战略地图的判断力。”姒亭佑告诉记者。

由此，姒亭佑总结下来的经验是：对于技术类的投资，你要确定技术被实现的时候，世界应该长什么样？而在这个时候你应该做什么事情？你可以达到怎样的程度？这是一套思考的逻辑。

本版文章均由本报记者屈丽丽采访



姒亭佑简历

姒亭佑，步长资产管理中心总裁。曾任美国上市制药公司中国区总裁(公司研发产品成功授权给Novartis、台湾药品管理管制局等)；台湾工研院生医所顾问、台湾制药公会及创投公会顾问等。

姒亭佑曾投资多家知名企业：山东步长药业、健能隆医药Generon、凤凰医疗、美年大健康、慈铭体检、爱康国宾、佳美口腔、七乐康药业、WaterstonePharma、San Valley Bio、San Water Bio、安婕好化妆品、易恒健康；3NT Medical、Ornim Medical、中德医疗、朝聚眼科、百度外卖、喜马拉雅FM、奇虎360、九樱天下等。姒亭佑在投资期间协助公司并购上下游企业，主导引进国际关键技术落地被投企业国产化生产，协助被投企业取得国际大厂技术授权及技术转移等，协助多家国内上市制药企业取得多项国际药品授权与合作。