

坚守逆向价值投资 与优秀企业共同成长

□广发消费品精选基金经理 李琛

最近几年，价值投资理念在A股市场得到普及。何谓价值投资？就像一千个观众心里有一千个哈姆雷特一样，一千个投资者就会有一千种关于价值投资的定义。对于笔者来说，价值投资就是在合理风险控制下，以合理或者低估的价格买入给社会持续创造价值的优质企业，长期持有，并与之共同成长。

获取合理风险下稳健收益

投资最重要的是保证本金安全，不败才能胜。具体到组合管理上，是以绝对收益为目标、追求合理风险下的稳健回报。

这种注重风险控制的投资理念，与笔者过去13年的投资经历有关。自2007年管理公募基金以来，A股市场历经几次大级别牛熊转换。在此过程中，笔者看到市场周期轮换带来的起起落落，看过很多行业的发展和变迁，深深地意识到无论是经济、市场还是企业盈利都有自身的周期性。所以对市场要始终保持敬畏之心，对于风险控制尤为重视，这样才能在承担适度风险的基础上实现长期稳健的回报。

也正是这些投资阅历、知识积累、自身成长、底层价值观的“碰撞”，对笔者投资理念和风格的形成产生较大影响。首先，我对自己的定位是长期逆向价值投资，力争获取合理风险下的稳健收益，更重视长期稳定收益率，控制好回撤，降低波动率，让持有人的体验更好。

其次，笔者管理基金的超额收益主要来自长期持有的好公司，偏向左侧逆向投资、重



仓持股周期长、换手率低。从归因分析角度来看，组合盈利主要来自于两方面，一是价值发现带来的价值回归收益，二是优质企业长期成长的收益。

对于逆向投资，股市中有句玩笑话“人多的地方不要去”，比如，对于市场热点，我会保持一种谨慎态度。相反，更愿意把精力花在研究市场关注度没那么高、企业盈利处于提升过程中的好公司。如果重仓个股短期出现下跌，会深度研究下跌的因素，如果只是短期市场情绪影响导致的下跌，那么会越跌越买。

把握企业长期成长脉络

“与伟大的公司同行” 是众多投资人士

的信仰，价值投资的核心就是“买入便宜好公司”。什么才是好价格？好价格的判断来源于对公司价值的深度研究。比如公司的成长空间、竞争壁垒、商业模式、现金流情况等。对于买入的节点选择，笔者偏向左侧低估购买，这样容易买到低估的优质公司。

投资是一件非常有挑战的工作，它涉及很多方面，而且都在持续剧烈变动中，如何建立一个分析框架深入研究？我的选股框架分为四个层次。

第一层是股价，股价是投资者观测到的最直观、最表层的因素；第二层是对所投资企业进行日常经营活动、财务报表、盈利水平等方面的研究，通过追踪月度、季度、半年度数据等进行分析；第三层是思考企业的战略布局、企业的产品本质，从企业的组织架构、企业家思维出发，去研究未来3-5年或更长时间内企业的发展方向；第四层则是社会发展方向、行业发展大趋势，从中找出最长、最好的赛道和最优质的商业模式。

A股发展至今，热点层出不穷，行业轮动明显，为了获得短期更高的收益，有些投资者可能会追逐市场热点，做出错误的投资选择，比如追涨杀跌，热衷短线交易和择时，但结果可能不会很理想。其实任何人都无法避开投资道路上的坑洼，我们只能在能力范围内尽力提高投资的成功率。

作为基金经理，笔者会在两个方面下功夫：一方面，更深入地研究企业的价值，把企业的产业思维与金融思维结合起来看；另一方面，关注企业的管理者是否具备长远的企业家精神，抛开短期影响因素，把握企业长期成长脉络。

在消费领域寻找 历久弥坚的优质资产



□东方基金权益研究部副总经理 王然

作为一名女性基金经理，笔者感到自己很幸运，一入行就开始接触消费品行业，至今已有12年时间。近年来，伴随人均GDP不断提升，笔者作为一个消费者，同时也是一个投资者，感受到了中国大消费市场的扩容、升级与创新。展望未来，笔者对中国消费市场向好前景抱有坚定态度。

2017年我国人均GDP达到8000美元。从海外经验看，人均GDP超过8000美元后，可选消费品会出现迅速放量过程，也就是消费升级趋势会更加明显。我国的城镇化率水平自改革开放以来，以年均1%的速度提升，2019年首次超过60%，相比美国日本等国家，我国的城镇化率还有20%以上的提升空间。城镇化率提升，会带动劳动人口生产方式发生变化，会有大量人口从第一产业向第二、第三产业转移，从而带来生产效率提升和可支配收入增加，消费率也会进一步提升，消费升级趋势会越发明显。因此，在中国经济结构转型背景下，笔者坚定看好未来中国消费市场前景，它的扩容、升级是多层次的，既会带来传统消费行业龙头集中度的提升，也会随时代进步涌现出一些新的消费行业。

在传统消费品行业中，白酒是个不错的行业，典型的是高端白酒，尽管历史上也经历过塑化剂等行业低谷事件，但基于中国传统餐桌文化所带来的需求始终是比较刚性的，加之白酒酿造工艺多年来保持稳定，我们几乎可以把它定义为不被科技所颠覆的行业。这意味着行业中领先企业具备更强竞争优势，不必担心科技进步而被后来者赶超。随着消费升级，对于高端白酒需求提升，龙头公司具备提价能力，更容易获得较高的净利润率水平。

另外，近年来消费品行业中的创新屡见不鲜，也打开了我们对某些新兴细分领域的认知空间。例如食品行业中的坚果和麦片子行业、化妆品行业中的彩妆和轻医美子行业、小家电行业中的个人护理和清洁类子行业、个护用品行业中的纸尿裤子行业等。近年来这些新增细分领域增速较快，正处于行业生命周期中成长期的早期阶段，它们受益于人们可支配收入的提升以及对品质生活的追求，能够充分分享到消费量的快速增长，未来市场空间广阔。因此，代表新兴消费行业的公司陆续上市，为我们的投资提供了新的赛道选择。

在研究消费品的过程中，笔者更喜欢从赛道（行业）和公司的角度出发，自下而上去做选择。赛道上，不论是传统消费行业还是新兴消费行业，都可能存在值得我们研究和投资的领域。而公司研究上，我喜欢从细节入手，首先把自己作为一个消费者，从生活中的真实体验出发，对消费品做立体认知，我相信只有能打动消费者的产品才是消费品公司构筑“护城河”的基础。近年来，一些消费品公司不断推陈出新，在产品口味、功能、包装等多方面做了改良和创新，笔者都会购买一些“尝鲜”，并做一些身边人的小调查，同时结合公司的发展战略、品牌定位、渠道打法做全方位研究。对于消费品公司的研究，产品力、渠道力、品牌力的三力合一是非常重要的，缺一不可，管理团队与财务指标的分析也能帮助我们加深对公司的理解。

国内疫情控制得当，各行业处在逐步恢复运行当中，其中服务型消费需求在下半年的改善更加明显，带动相关可选服务类消费有较好表现；海外疫情还需更有力的措施才能控制，比如新冠疫苗的推出，虽然大部分国家已在复产复工的路上，但新冠疫苗推出后将对全球经济复苏的预期产生较大提振。

经过此次疫情，龙头企业更能体现出竞争优势，并有望在这场“战役”后获得更大的市场份额。因此，我们仍然坚持通过企业基本面分析和严格筛选财务指标相结合的办法，筛选中长期优质资产进行配置，力争获得中长期阿尔法收益。

科创板为中国“硬科技”崛起营造沃土

□国联安基金量化投资部总经理 章煜元

经过一年多的发展，科创板已成为硬科技公司的聚集地，星光闪耀。从世界科技发展史来看，每一轮科技革命的推进，都离不开金融领域的支撑。

上世纪70年代，美国高新技术产业快速发展，涌现出许多高科技企业，这些企业迫切需要通过融资来发展，但当时的纽交所对上市企业有着较高要求，于是纳斯达克（NASDAQ）系统上线，为无数发展初期的美国科技企业提供了融资途径。上世纪90年代，第三次信息技术革命浪潮席卷全球，科技企业受到市场热捧，纳斯达克市场开始走入全球投资者视野，其欣欣向荣也成功反哺了上市的科技企业。

整体来看，纳斯达克诞生于美国政府推动高科技产业发展、优化社会资源配置的需求。而纳斯达克市场的诞生，也完美对接了美国中小科创公司的融资诉求，为美国初创企业的成长提供了有效融资途径，成功填补了美国资本市场从风险投资到IPO之间的链条短板。在资本与实体经济的良性互动下，大浪淘沙后，诸多伟大的公司得以在纳斯达克市场孕育，并成为引领美国经济增长的引擎。

进入21世纪，全球科技创新进入空前活跃的时期，新一轮科技革命和产业革命正在重构全球创新版图、重塑全球经济结构。在新一轮科技革命带来的世界格局调整中，哪个国家率先建立契合此次科技革命的金融体系，在变革中就将占据有利地位。而此时的中国，正处在从“模式创新”到“科技创新”的拐点。在人口红利消失的压力面前，我国迫切需要释放新的创新红利，推动我国经济从要素驱动、投资驱动转向创新驱动，以支撑我国经济结构转型，在新一轮科技革命中抢占制高点。

与此前互联网时代的技术形态有所不同，在新一轮科技革命中，以光电芯片、人工智能、航空航天、生物技术、信息技术、新材料、新能源、智能制造等为代表的“硬科技”



成为核心。“硬科技”具有极高技术门槛和技术壁垒，需要长期研发投入、持续积累才能形成原创技术，因此，来自金融市场的支持就显得尤为重要。

科创板自推出之时便确立了“面向世界科技前沿、面向经济主战场、面向国家重大需求”、“服务于符合国家战略、突破关键核心技术、市场认可度高的科技创新企业”的定位，这标志着我国资本市场主要任务由助力国企融资、改革，向实现转型升级、推动科技创新、打赢科技战转变。

中国资本市场本身就产生于经济转型的特殊需要。利用其融资功能为经济建设筹集资金、推动经济要素市场化配置，是中国资本市场的立足之本。可以说，如今的科创板发挥了很好的引导作用，让投资者开始关注目前研发投入较大的硬科技企业。在国产化加速替代的大背景下，科创板所引发的投资热潮将为这些硬科技企业提供“血液”供给，在提高企业研发投入、培养专业技术人员、补足运营资金等多方面推动我国硬科技产业发展。

科创板的出现，不仅对于中国科技产业发展具有重要意义，对于中国投资者同样意义重大。发展至今，纳斯达克已云集了包括苹果、谷歌、微软、亚马逊、Facebook、英特尔、特斯拉等不同行业的全球科技巨头，而这也是投资者对于科创板的期待。

从某种意义上来说，科创板的出现可谓是天时、地利、人和共同造就的结果。随着国内市场改革有了初步成效，全球资本市场正在发生结构性变化，越来越多的中概股选择回归国内资本市场，从2018年开始，阿里巴巴、网易、京东等回港二次上市。除了港股市场外，日益成熟的科创板同样具有不小的吸引力，成为独角兽IPO的优先选择。

这些巨头的加入，不仅极大提升了科创板在世界资本版图中的地位，也为科创板的投资价值镀上了一层光环。以最具代表性的科创50指数为例，自2019年12月31日基日以来，截至2020年12月17日，科创50指数累计上涨39.26%，远超同期沪深300指数10.92%的涨幅。

这个成绩并非偶然。多元包容的发行上市条件，为未盈利企业、红筹企业、特殊股权结构企业打开了上市之门；以信息披露为核心的发行上市审核制度，有效助力科创板上市公司把好质量关；市场化的发行承销机制、试行保荐跟投制度，加速形成利益约束和声誉约束，促进合理定价；创新的交易机制和投资者适当性制度，保障了市场的活跃度和流动性；弹性的股权激励、高效的并购重组、简化退市流程等，不断优化上市公司持续监管……所有这些，都为科创板的健康发展奠定了坚实基础。

科创板关键制度创新经受住了市场检验，市场化、法治化的理念在科创板先行先试，科创板也初步形成了可复制、可推广的经验，推动改革向纵深迈进。

诞生仅一年多的科创板虽然还很“年轻”，但笔者相信，未来中国版的微软、苹果、特斯拉正从这里起航。我们将有机会，见证更多属于中国自己的伟大科技企业从这里崛起。