

东方基金王然： 深耕“长坡厚雪”消费赛道

□本报记者 李惠敏 见习记者 杨皖玉

细节入手，见微知著。作为一名女性基金经理，王然已在消费领域深耕十三年。投资时，她认为自己首先是一名消费者，面对赛道和标的，她更愿意从生活中的真实体验出发，对产品形成立体化的认知，在周期框架下用扎实的研究寻找真正具有“护城河”的企业。

“消费品更适合用长线逻辑去投资。”作为东方基金消费领域的“首席洞察官”，王然追求的是消费赛道的长期胜率。银河数据显示，截至2021年6月30日，王然管理时间最长的东方新兴成长混合基金的业绩涨幅在近三年同类排名中勇夺第一。

研究发现价值

王然入行时，正值2008年全球金融危机；2015年成为一名基金经理时，又见证了市场的暴涨、暴跌和熔断。因此，她无比重视手中资金的安全性，“投资理念，我还是相信研究发现价值。”

深耕消费十余年，王然已总结出一套成熟的投资框架和方法：研究消费品的重点就是行业和个股。

行业即赛道，王然善于运用生命周期图谱进行分析，生命周期包括起步、成长、成熟、衰退四个阶段。在各个阶段中，她会结合行业特征，从“产品力、渠道力、品牌力”三个维度对个股进行具体判断，同时辅之公司历史财务指标来明确公司“护城河”。

具体来看，行业起步时的市场容量和渗透率较低，这一阶段王然会重点关注公司产品研发的创新力，即产品力。“任何新行业和新东西出现，首先要抓住消费者。”



她表示，成长期则重点关注渠道形式，如扁平化或多级分销，从渠道形式来观察渠道利益，即渠道力。成熟期的市场容量和格局已逐步稳定，这一阶段需关注企业品牌力能否反映产品价值，也就是能否创造真正的自由现金流以及较高利润率。

“消费品投资适合长线逻辑，因此在行业配置上，我会将长期胜率高、多轮验证下‘护城河’没有问题的个股作为重仓股，以保证组合的稳定性。剩余的部分，从成长性较高的公司中，挑选一些未来有可能成为行业龙头的公司，阶段性或给组合带来一定的弹性。”王然如是说，二者比例分配具体结合市场的风格以及行业景气度判断。

供需和渠道是关键

股神巴菲特有一句名言：“人生就像滚雪球，最重要之事是发现湿雪和长长的

山坡。”在诸多消费赛道里，王然要选择的便是“长坡厚雪”的赛道，即那些发展空间巨大，能够通过复利的长期作用带来持续收益的行业，比如白酒和医美。

王然对于“长坡厚雪”的赛道分成两类：供需和渠道。

“任何行业都是由供需决定的。”王然拿白酒、医美来举例，从供给端来看，白酒和医美行业都有一定的门槛，好的白酒品质需要固态发酵的工艺，以及合适的地理环境和微生物环境；而在医美行业，由于医疗器械要通过认证，需要提前5到10年进行产品布局，产品通过临床数据验证后方能上市。从需求端来看，白酒和医美都属于高频、高粘性、高客单价的产品，尤其供给端的门槛效应长期会带来提价的可能。

而从渠道方面看，例如传统的超市、百货、药店以及线下纺织服装、甚至免税店，都可看成渠道类的消费赛道。“渠道很多是赚周转的钱。”王然解释，这些行业本身是不创造产品或不创造额外附加价值服务，更多的是赚周转的钱。“渠道类有更强的制造业属性，例如家电家具，它的利润率相较于供需类会更低，是否配置需进一步结合行业景气度判断。”

王然表示：“今年市场风格有一些变化，从博弈者结构的角度来讲，机构比例在提升，外资比例也在提升，未来必然朝向成熟市场迈进。”

在王然看来，在当前经济边际下行的背景下，成长和风格并不矛盾。“在当前金融市场格局之下，不管青睐有壁垒的偏成熟阶段的公司，还是成长型公司，都不矛盾，因为我们本身就处于一个经济结构转型的阶段。”

银华基金吴志刚： “以人为本”追求FOF基金长期生命力

□本报记者 张凌之 见习记者 杨皖玉

2021年是吴志刚入行的第19个年头，基金评价出身、之后长期从事保险资金FOF投资工作的他更能够体会资管行业的浮浮沉沉。“以前我是研究基金经理的，在我做了基金经理之后，希望自己可以成为‘小步快跑’稳健型的基金经理。”

转型后的吴志刚掌舵FOF基金，从“买方”到“卖方”，变的是职业身份，不变的是职业视角，“小步快跑”意味着长久的职业生命力，吴志刚将这其中的维系要诀概括为“以人为本”。

“小步快跑”

当回头看自己从业之初的投资目标时，吴志刚直言：“比较理想化。”如今这位从业19年的投资老将谈及投资理念时坚定地表示：“一定要定下一个比较明确的、符合实际的目标。”

吴志刚曾在当时最大的基金买方工作，“当时每天的工作就是接触市场中特牛的基金经理”，他见过单一风格大起大落的，也见过小步快跑追求稳健的。在他看来，投资中鱼和熊掌不可兼得，追求高收益往往很难规避高回撤。从“审视他人”到如今“审视自己”，吴志刚更青睐市场上的“常胜将军”，他想“小步快跑”让自己公募的职业生涯更长、更稳。

“定投资目标，要结合产品契约的特点，也要结合基金经理自己的特点综合确定”，作为一名FOF基金经理，吴志刚希望充分发挥FOF基金固有的双重分散属性，“本身这个产品就不是一个博收益的产品”，因此吴志刚的投资理念便是“力求稳健”。

在明确的投资目标下，吴志刚有一个清晰的FOF基金投资框架。

首先是资产配置，“战略为主，辅以适



度的战术调整”，战略决定产品的长期收益水平，战术则是用短期市场研判熨平波动。其次是品种选择，一种是通过判断未来主题和行业景气度选择赛道型、主题型品种，目的是跑赢指数；另一种是以基金经理为研究对象选择博弈长期收益的非赛道型品种，这是吴志刚选基的核心，即“以人为本”。最后是组合管理框架，一是基金选择分散化，设置单只基金上限；二是基金经理风格均衡化，通过量化控制单一风格主题基金的持有比例；三是控制回撤纪律化，明确不同回撤情况下的具体操作。

“减法选基”

一般基金经理“选股”，FOF基金经理“选基”，吴志刚认为一套主动型基金的选择体系是FOF基金经理的独特优势，而他的体系核心在于“以人为本”“减法选基”。

在吴志刚看来，那种以品种入手、辅之量化模型挑选基金的方式对于投资实践的指导意义并不大。“基金品种只是基金经理投资理念的一个反应，本身没有生

命力。”因此在涉及长期基金的研究时，他以基金经理作为研究对象进行筛选。

是否选择一位基金经理，需要给到吴志刚直接且十分具有说服力的理由。“以业绩入手，而不是从能力圈、投资风格、盈利模式等方面入手。这些方面属于事后描述性研究，用来帮助我们更加深入的了解基金经理，而事前，我们是无法通过这些方面从两千名基金经理中直接确定投资标的。”吴志刚的“减法选基”，在主要指标方面摒弃了复杂的指标体系，将重点聚焦到“历史业绩”这一指标上。

如何定义基金历史业绩？吴志刚从2008年开始构建了一个历史业绩评价体系，一是以基金经理为研究对象；二是分时段、分种类以基金经理所有产品为基础数据；三是以季度为单位分段计算同类排名的百分位；四是按季度汇总；五是对季度汇总数据设置阈值，选出稳定居前的基金经理。

在上述体系下脱颖而出的基金经理将被吴志刚归入“基础池”，“这些基金经理具备了‘一直好’、‘所有好’两大指标”。接着他会对市场短期风格进行匹配，形成“精选池”博弈超额收益。最后在“精选池”的基础上以控制回撤为目的进行主观调研，最终形成投资组合。

今年以来，FOF基金一改往日“不温不火”的局面，短短半年内首发规模被改写三次。吴志刚认为，FOF基金追求性价比，能经历多轮牛熊后发挥出固有的特点，国内FOF成立不到4年，未来前景广阔，是比较适合普通投资者参与品种。他认为，下半年股市将会维持震荡行情，但震荡区间不会很大，可适度逆向而行，对于债市他持看多态度。拟由吴志刚管理的FOF基金“银华华智三个月持有”正在发行，他将通过持仓分散化、持仓均衡化、回撤控制纪律化来精细化运作。

国泰基金程洲： 雕琢“不一样的机会”



□本报记者 徐金忠

“市场估值分布比较散，下半年赛道投资难度加大，需要寻找估值偏下部分的市场机会。”日前，“投资匠人”——国泰基金主动权益投资事业部负责人程洲在接受中国证券报记者采访时表示。

程洲认为，随着中国经济和全球经济的复苏，上市公司的盈利会保持较快的增长态势，相比于抱团品种的高估，市场中还存在着很多估值较低品种，市场不乏结构性机会。据悉，拟由程洲担纲的国泰兴泽一年持有期混合基金即将发行。新基金设置了一年持有期，“锁定期+可申购”的模式，一方面可以使基金经理充分发挥“长钱”优势，用更远的角度优选个股，有助于在投资过程中争取更低的波动、更高的胜率；另一方面可以帮助投资者尽量避免短期博弈，坚持中长期投资，做时间的朋友。

“投资匠人”的思考

程洲是公募基金行业的老将，以“匠人”般的专业专注投资，为市场所熟知。程洲拥有21年证券从业经历，13年基金管理经验。2004年4月加盟国泰基金，历任高级策略分析师、基金经理助理，现任主动权益投资事业部负责人兼基金经理，管理国泰聚信、国泰金牛创新、国泰大农业、国泰鑫睿等多只基金。他关注价值投资，擅长风险控制，追求稳健增长。所管理的产品短、中、长期均取得优秀的投资业绩，市场口碑良好，并多次获得业内权威奖项。

正因为数次经历市场的起落，程洲对于投资观察的视角，不随大流，而是能在市场中寻找到“不一样的风景”。程洲认为，市场机会来自于对价值孜孜不倦的挖掘。价值投资就是以前好的价格买入好的公司，今年以来，行业景气度高的好公司估值大幅提升，价值投资的难度在加大，但作为“投资匠人”正应该在这样变化的市场中不断精进。

程洲表示，随着中国经济和全球经济的复苏，上市公司的盈利会保持较快的增长态势，相比于抱团品种的高估值，市场中还存在着很多估值较低品种，不乏结构性的机会。“随着经济的持续复苏，上市公司半年报业绩较为靓丽，这样的势头将持续到三、四季度，但此后，上市公司业绩的分化不可避免，部分公司业绩将反映出经济增速放缓带来的压力。预计下半年，投资难度加大，市场结构性演绎持续，需要寻找能够抵抗下行压力并且有良好发展前景的行业和公司进行布局。”

追求稳健增长

在未来投资中，程洲表示，看好内需大循环、“十四五”规划利好的行业与传统行业中“剩下的”机会。

具体来看，在内需大循环方面，程洲关注特色原料药、必选消费、安防等。特色原料药API方面，今年表现有所分化，会在这个行业中进行一些结构调整，把更多的资金配置在基于目前的时点来看，未来两、三年的增长和估值更加匹配的品种。必选消费方面，看好乳制品、肉制品、屠宰等。安防方面，看好的逻辑主要是国内内需扩张的需要，从单纯的安防开始往人工智能、AI方面去拓展。

在“十四五”规划的大方向上，程洲关注包括国内重点突破的领域（5G、半导体材料、新能源设备）、电子元器件（MLCC、连接器、偏光膜）及军工（航空发动机产业链）。“2021年是‘十四五’开局的第一年，这是未来五年的一个纲领性的文件，重点行业一定会有长达3-5年的景气周期。”程洲表示。

传统行业“剩下的”机会，同样是程洲以匠人精神重点探索的领域。程洲表示，将更多基于公司的角度去筛选优质公司和优质投资机会。在程洲看来，很多不太显眼的行业都会有一些公司通过技术升级的进步或者工艺的改进，实现成本的下降带来利润率改善，这都是投资机会所在。“比如传统的化工行业，部分公司已经向新能源产业链延展，基于原有的优势，这样的产业延伸将对行业和投资带来巨大影响；比如传统的制造业企业，在全球产业链的重塑过程中，它们的独特优势显现，又因为估值相对较低，更成为难得的投资机会。”程洲表示。

据悉，在即将发行国泰兴泽一年持有期混合基金的投资操作上，程洲将重点在上述领域寻找稳健增长的投资机会。程洲表示，随着市场持续结构性分化，下一阶段的投资难度在加大，但是市场机会持续存在。在具体投资中，需要在寻找优质机会的同时，做好一定的防守准备，以此投资者创造良好的持有体验和回报。