

用“市井之心”做好大消费投资

□本报记者 余世鹏



大消费视野观

在本硕阶段，罗春蕾在北京大学医学院专攻药剂学。2007年毕业后，她先后进入券商和公募基金公司从事医药行业研究。2015年9月起担任基金经理，专注于大消费赛道投资。谈及能力圈的形成历程时，罗春蕾认为，早年的医药行业研究经验为她的大消费投资打下了扎实基础。

她回忆说道，医药行业的早期发展模式较为简单，公司销售拐点、渠道布局和利润分布等情况，是判断公司发展的主要依据。而这些经验，恰好与消费类公司的业务属性高度吻合，也是分析消费公司基本面的重要维度。“无论是医药还是面包、乳制品、食品饮料等物品销售，一旦落实到销售问题上，就有很强的共性了。因此，与纯消费出身的基金经理相比，我从医药领域拓展到消费领域做投资，会多了一份包括医药在内的大消费视野观。”她说。

但罗春蕾也表示，虽然都有消费属性，但不同消费品因质地不同，也会存在着重要的本质区别。比如，中药类公司和食品饮料公司的逻辑较为接近，但医疗器械类公司可能会具有科技属性，研究门槛会稍微高些；哪怕是食品饮料类公司，同样是卖东西，卖牛奶和面包也是截然不同。牛奶的保质期可长达半年，但面包保质期可能只有区区几天。因此，两类企业在渠道运营能力、存货周转能力等方面体现出明显差别。

具体而言，罗春蕾在选择细分赛道时，会看重两个维度：一是行业景气度，即行业中长期的发展天花板是否足够高，市场容量是否足够大，业务增速能否长期维持在一个可观水平之上；二是随着行业景气度持续上升，头部公司能否实现集中度提升，慢慢体现出龙头优势，进而通过规模效应来释放利润和现金流。

进一步到个股选择上，罗春蕾表示，她首先会用基础财务指标进行初步筛选，剔除基本面有明显瑕疵的公司和平庸公司。比如，长期现金流状况不理想或资产膨胀的公司，尤其是库存、在建工程、固定资产等科目占比过大的公司，都属于明显的财务瑕疵公司。还有些公司财务账上存款不少，但对外借款也同时高企，这意味着长期存在息差支出，正常的公司基本不会这样。此外，平庸的公司虽然财务指标没有特别大的瑕疵，但ROE始终处于低位，长期业绩复合增速慢，盈利能力比较弱，也是在个股筛选阶段就要排除掉的。

剔除上述两类公司后，罗春蕾会进一步对其余的潜力公司，进行以下两方面考察：一是主业竞争力。罗春蕾表示，主业竞争力在消费品领域的体现较为明显，比如品牌足够响，研发足够强，销售渠道特别好，甚至好的公司往往还同时具备多方面优势。

二是公司管理层。罗春蕾表示，主业竞争力的背后，本质是管理团队的特质。无论从投资角度还是从经营角度，市场都希望看到专业、勤勉、敬业的管理层。这样的管理层往往具有大胸怀和大格局，这些品质会体现在企业文化、公司治理机制、员工激励机制等各方面，是一个公司可持续发展和长期维持核心竞争力的关键因素。

罗春蕾，硕士，曾先后任职于中信证券、长盛基金、银华基金，从事医药行业研究工作。2011年12月加入诺安基金任研究员，2019年2月至2020年4月任诺安益鑫混合基金经理，2019年6月至2020年5月任诺安鸿鑫混合基金经理，2015年9月起任诺安主题精选混合基金经理，2019年1月起任诺安积极配置混合基金经理。

以普通消费者身份观察市场

“我一直觉得，女生做消费投资是件挺幸福的事，也有着天然的契合度。最明显一点是，女生大多喜欢购物，这为投研提供了一种别样视角。”罗春蕾表示，对普通工薪阶层而言，剔除特殊支出之外，家庭里的日常支出有相当一部分是消费支出。而消费市场的某些细微变化，则能折射出消费者的偏好变化，这背后是产业的景气度变化。

“因此，做消费投资的基金经理，不仅需要具备专业知识，也需要有一颗‘市井之心’，让自己回归到普通消费者的身分，进入消费市场当中。用真切的观察为以下问题找出答案：什么东西是适合的、实用的、划算的、性价比高的、物美价廉的……”罗春蕾说。

罗春蕾告诉记者，多年以来她一直维持着一周一次的逛超市频率，会专门去看上市公司的产品柜台，尤其是酱油片区、乳制品片区、奶酪片区、面包片区等。“这些走访能为我的投资，提供直接或间接的结论验证。比如，调味品的保质期虽然很长，但货架商品的生产日期却能大体判断出不同品牌的销量情况。生产日期越新的卖得好，越早的表示动销相对不好，压货多。并且，畅销品类一般会摆在最好的柜台位置上，占据较大的货架面积，销量不佳的品类恰好相反。”她说。

“这些微观观察的点滴积累，会逐步转化为你的行业认知，行业认知恰是做好投资的关键所在。”罗春蕾举例说，在消费升级趋势下，复合调味品的消费需求在持续增加，同时这会伴随着食用盐和酱油需求的逐步减少。无论什么年代，我们都是要摄入盐分的，这是毋庸置疑的。但是，随着人均收入逐步增加，消费者对调料的要求也在逐步提升，盐分的

摄入方式就开始改变了。最初是在食用盐里摄入，其次是在酱油这些单一调味品中摄入，如今再到各种复合调味品。比如，目前市场上就有着针对麻婆豆腐、红烧排骨、猪肚鸡等不同菜式的专门调料包，既方便又有针对性，很受欢迎。

2015年9月，罗春蕾开始接手诺安主题精选混合基金。罗春蕾表示，管理该基金的前两年，是投资的摸索期和试错期。大约在2017年底，她对该基金进行了全新定位，由此前的全行业基金转为大消费基金，并以此作为她投资风格的主要呈现载体。

诺安主题精选混合基金最新发布的2021年二季报显示，截至今年二季度末，过去五年来该基金的净值增长率达到194.87%，同期比较基准收益率为55.49%。该基金规模也从最初的1亿元出头，增长至5亿多元。加上诺安积极配置混合基金，罗春蕾目前的管理规模超过了10亿元。

罗春蕾在二季报中表示，诺安主题精选混合基金的投资集中在大消费（含医药）领域，二季度在医药、家电、化妆品、建材等领域的投资都取得了一定收益，但并未对食品股的持仓做大规模调整。因为，基金投资更多是基于中长期发展趋势，对持仓公司的长期发展和股价表现依然很有信心。

“随着基金规模不断增大，持仓的股票数量也会逐步增加，还要尽可能做到行业分散和长周期持股。我的投资一般是基于3年乃至5年以上维度，着眼点是公司的中长期增长价值。在这个过程中，不会通过波段操作进行频繁交易（除非个股短期涨幅过大，提前透支了未来收益，或者中长期逻辑遭到破坏），主要是赚取个股长期超额收益。”罗春蕾说。

投资机会持续增加

罗春蕾于2011年加入诺安基金，截至目前已是诺安权益投资GARP策略的代表性选手，同时还是消费投研领域的带头人。在这一角色之下，罗春蕾除了持续深耕大消费赛道外，还通过经验输出，助力权益人才梯队搭建。

“我在做投资之前，有过8年的研究员经历，深深明白研究基本功对投资的重要性。”罗春蕾直言，投资讲求提前布局，在真正买入之前往往已对标的有着很长时间的跟踪研究，而不是靠一份刚接触的研究报告和路演推出来的。

“因此，后端的深度研究是前端投资的重要基础，甚至对投资成败起到决定性作用。如果在研究员阶段能有一个规范严谨的研究训练，会是一件长期受益的事情。这不仅有助于克服研究员早期的研究粗浅、深度不够、流于表面等毛病，还能为后期的能力圈拓展打下基础。”罗春蕾说。

据罗春蕾介绍，从2020年开始，诺安

基金的消费投资领域引入了多名应届毕业生，这批“后备军”将从助理研究员做起。目前，消费领域有5-6名研究员，其中成熟的研究员基本都要覆盖到两个以上的细分赛道。在诺安基金的培养体系下，研究与投资相互促进，研究员与基金经理有着很紧密的联系，在和基金经理的交流中也不断拓展自身思维框架，这些都有利于投资成果的呈现。

当然，这些付出背后的信念，是大消费赛道“厚雪长坡”的投资前景。罗春蕾指出，市场风格每隔一段时间就会切换，但从中长期看，随着民众可支配收入持续提升，国内大消费领域的潜力将会持续释放。更加大众化的消费品，尤其是必需消费品（食品、医疗等）类公司，会为更多消费者带来质优价好的服务。因此，接下来会继续聚焦这一领域不断寻找中长期的优质公司，为投资人创造长期稳健回报。

具体到消费板块行情上，罗春蕾指

出，消费板块现阶段仍处于消化估值过程，这需要一定的时间和空间。“但通过时间来消化估值可能是主要方式，即通过长期的业绩稳步增长来消化估值。从这个维度看，大消费依然是中期行情主线，这意味着他们仍会持续获得大资金青睐。”她说。

“不仅如此，大消费投资机会也是一直在扩大的。比如，随着科创板持续扩容，医药领域的很多创新药、医疗器械、研发服务上游等公司纷纷登场。这意味着，未来A股可选择的优质大消费类公司数量在持续增加。但也要看到，医药创新类企业具有明显成长属性，在估值方法和研究方法上均需要与时俱进，把估值约束打开。对少数的稀缺公司，他们主业竞争力很强，中长期业绩趋势清晰，不妨多尝试下市盈率法、DCF等估值方法。虽然短期看市盈率估值贵了一点，但从中长期看市盈空间足够大，也是可以接受的。”罗春蕾如是说。