

广发基金苗宇：

在稳定成长行业筑牢自己的“护城河”

□本报记者 万宇

找到与时间做朋友的好企业

中国证券报：如何理解价值投资？如何选出有价值的公司？

苗宇：投资股票获利的方式有很多种。对于价值投资者来说，一种是企业成长带来的内在价值增长，另一种是股价从低估回到合理带来的估值提升。对我而言，价值投资是在相对稳定的成长行业选择护城河比较深、符合永续经营假设的好企业，以合理的价格买入，通过时间的积累赚取企业价值增长带来的回报。

具体到投资框架上，我从宏观经济和产业发展趋势出发，选择受益于经济发展、能够不断壮大的成长型行业。这些行业往往处于不断创新的高速发展期，行业的护城河不断加宽、加深，能够给股东带来更高的资本回报率，例如消费、医药、信息服务等。

自下而上层面，通过四个步骤选出好股票。第一步，从定量维度筛选持续高ROE、财务稳健的企业；第二步，从定性角度研究企业的赛道和商业模式，重点评估行业和企业的发展周期、竞争格局、核心产品的持续能力，选择能够在好赛道上持续发展的公司；第三步，考察公司的治理结构，选取治理结构完善、管理层执行力强的公司；第四步，通过与海外市场对比、与历史估值对比，选择估值与基本面匹配的投资标的。

在上述几个步骤中，我最看重的是商业模式。商业模式决定了企业是否拥有深厚的护城河，能否持续实现稳定增长。当然，各行各业都会有好公司，但真正符合长期经营假设的优质企业并不多。例如，有些行业技术更新速度比较快，企业需要不断投入大额资金支持新技术的研发，即便是行业龙头也很难保持长期的盈利能力。

中国证券报：你所强调的长期经营假设这个选股理念，能否详细介绍一下？

苗宇：长期经营假设意味着公司拥有一定的护城河，企业长期存在，时间越长，企业的护城河不断加宽，核心竞争优势不断加强。但有些科技行业公司或者是壁垒不高的制造业企业的资产容易在技术快速更替中贬值，甚至企业也不复存在。这种企业就不符合长期经营假设的标准。

因此，长期经营假设包含了几方面，一是有一定的护城河，企业长期存在；二是企业要求有进化能力，能够用自己的现金流，或者说再投资能力，创造新的现金流。说白了就是持续给股东创造回报，而且盈利能力、ROE、ROIC持续保持比较高。

中国证券报：为什么强调在相对稳定的成长行业中寻找好企业？

苗宇：这与我个人的投资经历有关。我是2015年2月开始担任基金经理的。2015年正好遇上A股的移动互联网浪潮，我采用产业趋势投资的方法，基金业绩还不错。但进入2015年下半年，市场环境和市场风格都发生了变化，产品业绩不太稳定。2016年，我对自己的投资体系进行思考。我发现，基金组合业绩波动很大一部分原因是因为企业的成长性不稳定。如果我们挑选的是增长比较稳定的品种，理论上基金净值表现也会比较稳定。基于此，我对自己的投资框架进行调整，寻找更加稳定的成长品种。

具体来说，我从三个层面来追求相对稳定的成长。一是聚焦稳定增长类行业，如消费、医药、服务，这三个行业都具有商业模式比较稳定、优质企业的品牌护城河比较宽、成长的持续性比较强的特征。二是从企业的历史财务数据看经营是否稳定，以医药为例，消费属性强的服务类医药企业受经济周期的影响较小，周期性和制造业属性强的医药企业，受周期影响较大。三是注重估值和成长的匹配性，这有点类似于查理·芒格所说的“以合理的价格去买伟大的公司”，即使再优秀的公司，也不会给予过高的估值溢价。



“我最认可的是巴菲特的护城河理论。护城河是一家企业核心竞争力的表现，是企业在品牌、渠道和产品方面的综合实力，并最终会反映在财务报表上。”这是苗宇挑选企业的核心理念，也代表了他专注在能力圈内不断提升投资能力的价值观。

“做投资、做研究与做企业一样，只要专注在某个领域持之以恒地研究，投资的护城河也会逐步加宽。”苗宇介绍，只有对企业的基本面进行深入研究，对行业和企业的发展趋势理解更加透彻，才能提高投资决策的准确性。入行11年，他将自己的精力聚焦在自己擅长的大消费领域，在稳定成长行业中，一点一滴地建立自己的“护城河”。

Wind统计显示，截至3月3日，苗宇管理的广发竞争优势最近5年、3年累计回报分别为70.64%、51.71%，位居同类前列。3月9日开始发行的广发优质生活，拟任基金经理也是苗宇。他介绍，该基金主要投资于优质生活主题相关行业的公司，包括食品饮料、餐饮旅游、医药生物、电子元器件、家用电器、信息服务等。

苗宇，理学博士，11年证券从业经历，5年基金管理经验；2008年7月1日至2010年5月9日任广发基金研究发展部行业研究员，2010年5月10日至2015年1月5日任广发小盘成长基金经理助理，2015年2月17日起任广发竞争优势基金经理，2018年11月5日起任广发大盘成长基金经理。

聚焦能力圈 深耕优质赛道

中国证券报：如何定义自己的投资风格？

苗宇：我把自己定义为价值成长平衡型选手。关于自己的风格，我总结为十二个字：长期主义，估值保护，适度多元。“长期主义”的含义是站在更长的时间维度看企业，如果企业的基本面没有发生变化，护城河比较宽，成长性比较稳定，我们可以陪着企业一起成长，分享企业成长带来的回报。“估值保护”是指从三五年的时间维度看，合理的估值水平能够给组合带来很好的保护。估值特别高的品种长期存在均值回归压力，这个压力需要用业绩来消化，如果业绩跟不上，甚至会对组合造成永久性损失。“适度多元”是指行业配置适度多元，投资方向包括消费、医药、服务业。

中国证券报：你管理的组合以“消费+医药”为底仓，为什么聚焦这两个赛道？

苗宇：巴菲特和查理·芒格都强调在自己的能力圈内进行投资。能力圈的含义其实就是选择自己熟悉的领域。对我而言，就是选择商业模式比较好、护城河比较深、行业需求比较稳定的行业，避开瞬息万变、百舸争流的高度竞争性行业。从国内外的历史看，消费和医药都属于符合社会发展趋势、需求比较稳定的行业，从中涌现出一批非常优秀的公司。其次，从股东回报的角度看，这些企业都有良好的财务表现，能带来长期稳定的复合股东回报。

在消费和医药行业，我关注比较多的是白酒、调味品、创新药和医疗服务，这些细分领域的竞争格局良好，龙头企业的竞争优势突出，建立了强大的护城河，外来企业在短时间内很难颠覆这个护城河。

中国证券报：你的组合在行业配置上有什么特点？

苗宇：我按照“核心+卫星”的策略构建组合。核心仓位是稳定增长的行业，例如，白酒、调味品、医药、服务业。卫星仓位也是按照这个思路来做，沿着好赛道的标准，配一些服务类企业，主要是指免税、机场、广告、给企业提供to B服务。

我的持股时间比较长，注重长期回报。从已披露的基金定期报告也可以看到，贵州茅台、山西汾酒、恒瑞医药、爱尔眼科、五粮液、泸州老窖等公司的持股周期都比较长。如果在持有过程中，企业盈利有一些波动，我会先评估企业的核心竞争力有没有变化，护城河有没有变窄，如果没变窄，只是短期波动，就尽量忽略。

中国证券报：你会关注风险和波动吗？如何控制风险？

苗宇：我们每天都会面对市场波动。刚开始做投资时，心态波动比较大。管理时间长了，只要企业基本面不发生改变，在估值相对合理的情况下，就不太在意波动。有一本书上说：“1万个小时的锤炼是一个人从平凡变成专业的必要条件。”如果我们能在少数领域做到深度研究，那么自然对企业中长期的成长性更有信心，对波动的容忍度也会更高一些。

对于风险的控制，我们有单一行业投资比例限制，如单一行业不能超过30%，根据企业的估值、成长性以及研究的深度，逐步建立组合。下行风险管理有两个方面：一是选的品种估值不能太高，如果估值太高，回撤风险就很大；二是要对企业盈利预测相对准确，在组合比例控制上，如果觉得风险收益率不对称，可以少买一些。

关注消费升级和集中度提升

中国证券报：受新冠肺炎疫情的影响，“宅经济”突然火起来，相比以前做消费研究，现在是否有所转变？

苗宇：我看好网上经济，但看问题要看本质，我们还是要回到经典研究框架——产品力、品牌力、渠道力。我觉得“宅经济”改变了两个东西：一是渠道，原来是线下渠道，现在线上渠道也占很重要的部分；二是品牌的塑造方式，原来是通过传统媒体，现在流行抖音带货，但这不改变本质。一个好的消费品公司，能看长远的公司，会适应这种渠道方式和传播方式的转变。对于已经有品牌认知度的企业来说，相当于把它的护城河进一步加宽了。因此，研究过程中一定要分清什么是核心，什么是本质，不能被形式和表象所迷惑。

中国证券报：过去三年消费板块走出一轮长牛行情，未来还有增长空间吗？

苗宇：消费品逻辑始终都会相信消费升级和集中度提升。有些投资者短期看淡消费，主要理由是认为股票涨多了，很多优质消费品的股票涨了好几倍，不能一直涨。我认为要反过来看，因为这些

企业的上涨源于两个方面：一是EPS的提升，股价=EPS×PE，很多消费品过去的上涨伴随着EPS提升，也就是企业保持稳健的成长；二是当时起涨点的估值确实比较低，现在的估值与2015年比肯定不能说便宜，但是与国外企业的实际盈利能力和成长性比，是处于合理偏下的水平。所以，我一直强调要看长一点，做时间的朋友。不仅是消费类企业，其他行业也一样，只要拉长时间看，它都会给你带来比较好的复合回报。

中国证券报：新产品广发优质生活有哪些特点？对于“优质生活”，你比较关注哪些行业？

苗宇：与目前管理的广发竞争优势相比，广发优质生活的投资范围更纯粹，投资方向偏消费、服务类，不会考虑钢铁、煤炭、水泥等周期类品种。同时，新产品的投资范围更广，可以投资在港股上市的稀缺消费类标的。中国正处在消费升级的浪潮中，不管是新消费还是传统消费，升级过程比较快，我希望新产品投的标的能受益于消费升级和人民生活品质提升，我们将积极把握其中的投资机会。