

源乐晟吕小九:

# 用拙存吾道 上下而求索

□本报记者 王宇露

吕小九,源乐晟资产创始合伙人、基金经理。南开大学商学院学士、北京大学硕士。曾先后就职于中国人寿、中信证券、交银国际,2009年8月加入源乐晟。于2019年荣获五年期金牛私募投资经理奖项。

## “上下”求索结构性成长机会

站在当前时点,吕小九倾向于认为,市场不存在大的系统性风险,结构性因素利于市场中长期发展,但2021年投资难度会比2020年加大。

“在持续的估值扩张后,很多优质赛道和头部企业作为一个整体表现估值确实已不便宜,甚至有一部分已经透支未来市值空间;但同时,还有一部分仍然是未来一到两年的核心资产,需要透过静态的表观估值,通过更深入的研究和跟踪,去审视这些优秀企业的潜在市值空间。”他表示。

吕小九认为,表观估值高位对阶段性潜在回报率兑现存在实实在在的影响,所以需要适当降低未来一段时间的收益预期。未来一年甚至更长的时间维度,可以沿着“上下”的思路去“求索”结构性成长机会。

“向上”有两层含义,一是线上化转型(数字化转型)。在吕小九看来,大量行业的数字化转型会是一个非常长期的机会,包括产品自身的线上化,比如在5G网络普及以及通信芯片成本下降的支持下,包括汽车、家具、家电在内的诸多品类朝着智能化和物联网的方向发展是大的产业趋势;也包括线下业态加速导入数字化转型过程的运营线上化。

“向上”的第二层含义是升级,包括消费升级和产业结构升级等:在消费升级领域,主要关注细分领域的品质升级或品牌化过程;相应的,需求端的升级必然要求制造业在工艺、技术、设备和流程管理等领域进行供给侧升级,国内的设备资本品和工业软件提供商在诸多领域存在着技术突破后的国产替代机会;在产业格局的演变上,对于需求相对成熟的行业,需重点关注其行业集中度的提升趋势,市场依然对这些领域龙头企业的认知不充分,这种效应如

果叠加经济复苏在需求端的拉动,或许存在更多超额收益的机会。另一方面,需要“向下”探索,核心就是要深刻理解“中国之大”。“中国和别经济体最大的一个差异在于中国市场的宽度和深度,尤其是深度。”吕小九表示,“过去两年,中国市场的多元化和纵深在电商领域展现得淋漓尽致。这提醒我们可以从下沉渠道提供商和率先抓住下沉渠道红利的品牌商两个维度,在更多领域去找类似的投资机会。”

具体到2021年,吕小九认为,经济走势大概率呈现前高后低的趋势,可以从三个方向寻找具有经济复苏属性和长期成长空间叠加的领域:第一,在疫情期间,有一部分行业供给端受到比较大的干扰和影响,对于这些行业,不仅仅是经济复苏的需求端机会,其供应端的变化会带来更长期的结构性机会;第二,有一部分行业面临着供给或需求端全新的驱动因素,比如“碳中和”、“碳达峰”的影响;第三,疫情导致很多行业被迫进行数字化转型,这是一个催化剂,疫情过后这个进程会进一步深化。当前,数字化转型可能依然没有被充分定价到对一些企业的理解中去。

在全球疫情大规模扩散之际,中国得益于疫情控制得当,成为全球工厂,是全球唯一实现正增长的大型经济体。与此对应,人民币大幅升值,中国A股也成为全球主要资本市场中表现最好的市场。谈及此处,吕小九激情澎湃。他表示,去年的行情完成了一次重要的信号传递,也给很多海外基金经理重新思考中国的机会,所以海外资金持续流入中国仍将是一个长期趋势。此外,中国居民在权益市场上整体的配置比例也是非常低的,居民储蓄入市的过程仍会持续。A股资产仍具备非常强的吸引力,主动投资者依然大有可为。

## 稳扎稳打 更上一层楼

回顾多年的投资经历,吕小九坦言,错过了非常多的大机会,比如某电商企业,但关键是要从失败的案例中汲取经验。过去两年,吕小九对该电商企业的投资问题做了研究反思,发现错过的根源在于自己对“中国之大”还是没有理解得足够深。研究反思更重要的意义在于,以后不再错过别的领域类似的投资机会。

吕小九指出,投资并不是从一开始就能发掘一家伟大的公司,伟大的公司都是后验的,这是个结果而不是原因。投资是在投资持有的过程中,发现一家企业有成为伟大公司的潜力,然后通过深入地研究和跟踪来不断验证其兑现的概率,这是一个动态的贝叶斯展开过程。

在多年的投资生涯中,吕小九称自己近期最大的一个进步就是“敢于追高”了。吕小九认为,错过了最早期的涨幅后,不被懊悔心理所主导,勇于在新的信息和研究理解的支持下把握更大的上升空间,事实上很多大牛股都有过这样的走势。这时候也正是显功力的时候,市场容易高估短期的东西,但与此同时,更容易大幅低估长期的东西。敢于追高是一个基金经理不断突破自己约束曲线的证明,也是对贝叶斯展开过程的具体运用。

多年以前,“百亿私募”对于新兴的

私募行业来说,还是一个难以企及的目标,吕小九也曾和源乐晟的其他几位合伙人一起憧憬过未来,满怀希望。如今,“百亿私募”不再是空中楼阁,已经有70余家私募机构突破了这道门槛,“千亿私募”开始出现。吕小九坦言,源乐晟作为行业中的老牌机构,也要紧跟资产管理行业发展的步伐,向着更远的目标坚实迈进。

吕小九表示,想要管理好更大的规模,一方面投资经理自己要不断学习进步,研究得足够深,并且能力圈要不断往外扩,覆盖得足够广。另一方面也需要在公司团队的打造上下更多功夫。研究团队除了需要不断提升整体研究能力外,更重要的是完善研究员和基金经理的配合机制,构建统一的团队价值观和研究框架,提高沟通效率。此外,还要用新的科技手段来赋能投研过程。此外,也需要在公司治理和股权激励的层面上进一步匹配以调动组织的战斗力。

多年以来,源乐晟始终保持初心,在面对市场波动、短期业绩的压力时保持定力,言行如一。吕小九表示,“西方不无,着力即差”,只要继续坚持做符合价值观的正确的,就一定能够受益于行业的发展,与同业中其他机构一起构建更优良的资产管理行业生态。

2003年从北京大学光华管理学院毕业时,吕小九就在学院氛围的感染中逐步坚定了要走研究和投资之路的决心。先后在中国人寿、中信证券、交银国际工作后,带着刚毕业时的初心,2009年吕小九加盟源乐晟,成为公司合伙人。

彼时,中国私募基金行业刚刚生出萌芽,源乐晟也仅仅是一家成立一年的新秀私募。和其他资产管理行业的新兵一样,吕小九和他的合伙人憧憬着有一天管理规模能超过30亿元,实现巨大突破。

十几年间,私募行业经历了迅猛的发展,时间走到今天,千亿私募的诞生更标志着私募行业迈上新的起点。期间,无数私募管理人在市场的波涛汹涌中浮浮沉沉,源乐晟却在一次又一次洗礼中,稳稳屹立在老牌百亿私募的行列之中,成为私募行业中优异稳健的代表。

吕小九坦言,过去这些年,源乐晟也经历过挫折的考验,但始终保持初心,保有定力,言行如一。未来,源乐晟也会继续稳扎稳打,坚持做符合其价值观的正确的事,争取更上一层楼。



## 从宏观经济学到产业经济学

2020年的A股市场无论是从指数、行业还是个股层面,都呈现出高度分化的状态,“核心资产”、“抱团”成为新的流行词汇。2021年春节后,不少核心资产出现大幅调整。

但在吕小九看来,2021年甚至在更长的时间内依然是一个结构性的市场,“抱团”行为不会发生变化,无非是换一些标的。吕小九认为,这是由经济发展阶段决定的,是一个经济体演变趋势的必然结果,类似于大自然的力量,不以个人的意志为转移。“从2016年开始至今,我们在投资思路上的一个大主线没有变过,就是从宏观经济学到产业经济学的转变。”他表示。

在经济高速增长的过程中,机会往往是百花齐放的。经济的高速增长提供了肥沃的土壤,给无数行业带来了机会,同时,在任何一个行业中,不同体量和层级的企业也都有切分增量蛋糕的机会而获得成长,所以就会形成百花齐放的局面。

“但从2016年开始,中国经济已经从高速增长逐渐下降到新的中高速增长中枢上。在这样的大背景下,过去很多年主要从行业景气端寻找超额收益的投资框架或许已经不够‘与时俱进’了。我们需要从宏观经济学视野转向产业经济学视野寻找机会,要把投资思路的重点转向经济结构这一新视角。”吕小九称,经济进入中高速增长后期,更多重大投资机会的诞生源泉将从周期转向结构,这是所谓“抱团”现象产生的根本原因。

从传统行业来看,吕小九表示,传统行业的需求天花板还在,但是已经没有那么高。这就意味着增量蛋糕不够。从产业经济学的角度来讲,这个阶段就是企业不断进行优胜劣汰

的必然过程。  
“当经济增速开始放缓时,有很多行业开始进入产业集中度U形曲线的右半段,这时龙头企业的市场集中度快速提升,更重要的是,在这个过程中龙头企业定价权开始显现,使整个行业的利润更快速的向龙头集中。这些变化映射在投资上,就形成了‘抱团’的结果。”

而对于新兴行业来说,吕小九表示,在传统的产业演化进程模型中,一个新兴行业从诞生开始,需要很长时间才能观察到谁是胜者,在其被验证为龙头之前,更好的投资方式往往是“赛道”投资,也就不存在“抱团”。而在当前数字化转型的大背景下,新兴行业成长速度被大大加快,行业演化进程已经发生了巨大的改变。

在供给侧,数字化转型放大了企业管理能力的限制,比如更多丰富的管理工具降低了企业对特定人才的要求,扩张要素的约束解除后供给能力得以快速增加;在需求侧,营销层面的数字化转型提供了新品牌从一线城市向二三线城市甚至更下沉的市场快速扩散的机会,加上中国这几年在物流交付等基础设施上突飞猛进的发展,一个企业一旦具备先发优势,只要不做过于错误的事,往往能比以前更快速地奠定胜局。“资金足够多,武器足够丰富,战斗一定解决得足够快”,龙头被验证的过程大幅缩短。从这个角度就可以理解为什么新兴行业里也会出现“抱团”现象。

吕小九表示,体现在投资行为上,就是要去买已展示出优秀或已显露龙头迹象的企业。这是由经济自身发展的规律导致的,“抱团”只是经济结构转型和技术赋能这些底层逻辑下的必然现象体现。