

# 用“三大极致”筛选优质消费公司

□天弘基金消费组组长、  
天弘文化新兴产业基金经理 刘国江

主动权益投资不是选股票,而是专注于投资优秀的企业和企业家,选择有核心竞争力的优质企业进行长期投资。好的研究组织架构有助于研究团队形成合力,正确的研究理论体系有助于更快地挖掘到优质企业,两者结合能够极大提高研究能力和深度。笔者专注消费领域投研超过十年,追求长期持有具备核心竞争力的优质企业,瞄准五年以上回报。经过多年的研究总结,笔者认为,顶尖的优质消费企业往往在品牌力、性价比、标准化中至少具备一方面的极致能力。要从提价能力、制定规则能力、竞争力变化、企业管理等方面深度考察企业,同时在深度研究和长周期视角下合理对待优质企业估值。

## 优质公司的“三大极致”

消费品的生意大体可以分为两类,一是产品类消费,二是服务类消费。两个类别都诞生了很多伟大公司,这些伟大公司背后是有共同特征的。

产品类消费行业中的伟大公司有两种,一种是具备极致的品牌力,例如某龙头高端白酒公司、某龙头化妆品公司等。这些公司能够牢牢抓住消费者心理,将消费者品牌认可这一无形资产持续变现;另一种是具备极致性价比,以效率为王。这些企业因为没有足够强大的品牌,所以通过极致的数字化快反机制、链条效率,去降低加价率、强化物美价廉的产品属性、时刻关注消费者去加快产品周转,从单纯卖产品变成做零售,本质上构建的是管理和效率的壁垒。

服务类消费行业中的伟大公司,其突出特点是具备极致标准化能力,同时具备品牌力,例如以优质服务著称的某火锅连锁公司。服务类消费的最大特点,就是对“人”这个最难管理的生产要素高度依赖。一个能持续成长的公司,必须通过强大的标准化手段,适度削弱“人”的影响,从而打破自己的扩张边



界。服务类公司必须以标准化为王,才能不断成长壮大。

## 注重企业竞争力

在极致品牌力、极致性价比、极致标准化的视角下,优质公司还有很多体现,比如产品具备持续提价能力、制定行业规则能力和创造需求潜力、竞争力经得起时间考验和压力测试等。

先看提价能力。产品定价能力是企业竞争力最重要、最直接的体现,这意味着消费者为了获取优质的服务和产品愿意承担提价的代价。从这个角度来看,对消费者的成本研究意义并不大。强势品牌通过涨价可轻易消化成本上涨,甚至提高毛利率。

再看制定行业规则、创造需求潜力。制定规则和创造需求的企业凭借先发优势和各种壁垒通常能获取超额利润回报,这也是对创新本身的一种经济补偿。

同时,企业的竞争力还需要经得起时间考验和压力测试。以某机场企业A和免税店龙头B为例,此前A公司凭借机场超强国际

客流量带来高溢价能力,具备垄断性资源优势,B公司虽然有牌照优势,但两者中A公司更为强势。随着B公司其他免税业务的崛起,叠加线上销售渠道持续发力,其运营能力和规模效应优势持续增强。相比之下,A公司受疫情影响,国际客流量大幅下降,议价能力削弱,B公司在与A公司的利益分配中从弱势地位变成了强势地位。在复杂多变的商业环境中,我们需要寻找竞争力更为持久的公司。

## 重视企业管理

投资在很多情况下就是在投资优质企业家,顶尖的企业家是极为稀缺的。二级市场的资金投资到上市公司,实际是委托企业家充分组织协调人、财、物等资源实现企业目标。投资者再勤奋,对公司的理解也存在很大的局限性,无法参与到企业的实际经营活动中。一个好公司需要一个好的管理者和管理团队。

一个优质的企业家往往具备以下特征:专注、谦卑、志向远大(远不止追求财富)、长期主义、国际化视野。需要注意的是,有的投资者常常会因为看好某公司,就认为其管理者具备上述品质。事实上,在评判企业家时,标准是极其苛刻的,其参照系普遍是成功者,顶尖的企业家是在这些成功者中脱颖而出。

最后需要注意的是,优质的企业是稀缺的,在估值问题上需要合理看待。事实上,投资者对好公司的界定是基本能够达成共识的。以消费赛道为例,其实投资者基本都知道哪些公司是好公司,很多有专业经验的人对这些公司的含“茅”量心中有数。所以,困难的往往不是如何识别出好公司(知的层面),而在于行动。

导致大家不投或不持有好公司的原因表面上是估值太高,实际上其中有多种原因。过于短视,总期待股价进一步回落,但事实上,如果某公司被一致认为是绝对意义上的好公司,那它理所当然享受估值溢价。投资者投资好公司需要坚信价值投资,需要坚持长期主义,静态的高估值可以通过时间来消化。

# 注重安全边际 以企业家视角践行长期主义



□广发价值增长拟任基金经理 程锐

真正的价值投资,最根本的是相信长期复利,并认为优秀的企业及企业家才是资产长期复利的真正来源,而不是短期的交易技巧。因此,长期价值投资需要做好三点,相信复利来自优秀企业的长期盈利回报、有效做好组合风险控制,以及投资人始终能独立于市场进行投资思考。

## 坚持价值投资

最近几年,价值投资理念进一步深入人心,关于价值投资、长期投资涌现出不同的解读。笔者认为,价值投资的底层逻辑清晰明了,但对于每个价值投资者,最关键的是自己在投资实践上能找到持续推动自我进化的框架。笔者总结自己的框架,把自我驱动因素归结为三大维度:责任、专业、使命,三者密不可分,相互促进,共同构成一个正循环。

其中,责任是指对持有人的信托责任和对投资资产的责任。每笔投资的第一出发点一定是从持有人长期利益出发,把持有人的每一分钱当成自己的钱来打理,充分考虑每笔投资可能暴露的风险。

专业是指投资人要具备足够专业的综合学科思考能力,具备丰富完整的企业经营知识结构,并能够以企业家思维来思考企业和产业发展逻辑,从而让投资人能够通过深度研究公司基本面来有效评估企业的价值。

使命则是在投资人自身价值使命上的追求。这与企业家的价值使命一致,相信优秀的投资人在企业家创造长期价值的路上也具有积极的意义,并愿意为之持续付出努力,不断进化自己的认知和能力。

真正的价值投资过程,是能够真正理解复利,并愿意用自己的行动践行自己理解的过程。而且,做投资与做企业一样,追求的也是企业家精神和持续可提升的“护城河”,不相信短期“一招鲜”的方法论,个人的“护城河”也要和企业的“护城河”一样能够进化。特别要注意的是,如果仅从短期来看,股票市场的不确定性会远高于确定性。但从长期来看,中国所面临的历史发展机遇,必定会给投资者带来可靠和持续的复利。

## 强调安全边际和企业质量

组合构建、持仓标的是基金经理投资体系、投资框架的外在表现。于笔者而言,是纯粹的自下而上优选个股,较少从中观行业维度出发。每隔一段时间,笔者会对备选的企业库进行筛选,从中挑选基本面良好、并具备一定安全边际的公司进行深入研究。

具体到投资思路,笔者主要从两个维度出发。一方面,高度在意安全边际,会通过逆向选股保持对市场独立,以及对资产的客观评价能力。市场的拥挤交易和行为共识可能会让高持仓的资产暴露在较大的风险下。安全边际是保证长期投资能够成功有效的第一步,也是最重要的投资原则。

另一方面,对公司基本面进行深度研究,挑选出真正具有长期竞争力和“护城河”的标的。笔者反复强调投资的长期收益来自于企业的时间价值,而企业的长期时间价值来源于企业构筑的“护城河”深度。笔者会对企业的“护城河”和竞争优势做全面分析,通过深度思考产业环境、竞争结构、组织架构、商业模式、企业家等基本因素来评判企业“护城河”的强度和深度。

就何时卖出这一问题,笔者在投资中会参考三大原则。第一,对企业的核心竞争力判断发生偏差和错误,如果发现它应有的“护城河”和核心竞争力并不存在,即基本面出现问题,则会立刻减持;第二,估值和价格过高,如果股票价格上涨过多,预期收益率大幅低于社会平均收益率,此时也会选择减持;第三,如果在研究中发现更好的投资标的,也会做出调整。

在笔者看来,价值一定是建立在对风险的高度敬畏以及对企业“护城河”的坚持上。同时,价值本质上是一个时间概念,不是简单的风格和交易策略。只有保持初心坚持原则,像优秀企业家一样践行长期主义,才能够持续的辨识价值并创造价值。

# 国内ESG投资迎来重要发展机遇

□富国基金量化投资部量化投资副总监  
蔡卡尔

当前,“碳达峰”“碳中和”是我国乃至全球的热点之一。在此背景下,低碳、绿色、改善全球变暖、实现可持续发展将成为时代发展的潮流,这也将为我国ESG投资提供重要的发展机遇。

ESG是Environment(环境)、Society(社会)和Government(治理)的缩写,与传统简单的财务绩效投资理念和企业评价标准不同,其更关注企业在促进经济可持续发展、履行社会责任等方面的贡献。比如,环境方面企业活动的碳排放、能耗和对气候的潜在影响,社会视角上如员工健康、产品质量、隐私管理、公益行为等,以及公司治理要素上的商业道德、股东权利、信息披露等。

这些多维度的评价标准,不仅揭示了企业的外部影响力,是可持续发展议题在企业微观层面的反映,而且大量学术研究和实证经验已让投资者逐渐认识到,这些看似“非直接与企业经营绩效挂钩”的评价准则,背后隐含了企业长期经营的稳健性和潜在增长的可能性,同时对揭示企业未来的可能风险也提供了一定参考,是广义意义上基本面分析的重要组成部分。

目前ESG理念在投资上的实践主要涉及多方的参与:首先,是外部监督者角色,如相关监管机构、组织制定关于ESG信息披露和报告的原则及指引,对企业相关信息披露提出要求;其次,是第三方评价者角色,主要是外部评级机构对企业ESG进行打分评级;最后,才是投资者角色,如资产管理将ESG纳入公司研究和投资决策的框架,或是设计发行符合ESG投资理念的产品。目



前,全市场首批ESG ETF花落富国基金,获批的两只产品为富国沪深300ESG基准ETF、富国中证ESG120策略ETF。

就ESG信息披露来看,近年来,证监会、交易所已发布多条规则和指引来规范健全有关上市公司ESG责任表现的信息披露工作。在2011年至2020年的近十年间,我国A股市场披露年度企业社会责任报告的公司数量总体上呈现增长趋势。Choice数据显示,公司数量由2011年的565家增长至2020年的1005家,复合增长率为6.61%,整体渗透率达到25%左右。未来随着社会责任投资理念的普及,披露监管要求将会进一步强化,渗透率有望持续提升。此外,金融科技的进步也使得企业相关信息搜集的渠道更为充分,另类数据的使用也在一定程度上弥补了信息强制披露下的部分空白。企业信息透明度的提升,给ESG评价和后续的投资提供了重要支持。

而建立在信息披露上的评价体系则成

为后续投资参考的重要依据之一。在全球范围内,有关ESG理念对应的评价指标并没有形成单一标准体系,各家评级机构均可根据自身的认知,并兼顾数据的可得性进行设计。例如,英国富时指数涉及12个领域、300个指标;汤森路透ESG评级涉及10个领域、178个指标。相比国外评级体系,国内企业自主研发的体系通常更关注本土特色,如中证指数公司的指标体系,包含14个主题、22个单元和100余个指标。其中包括扶贫、每股责任贡献等中国特色数据以衡量其对发展与民生的关注。

在投资决策应用上可以明显察觉到,全球范围内可持续投资规模持续增长,已成为资产管理行业的重要组成部分。根据US SIF数据,2020年美国可持续投资规模接近17.1万亿美元,同比增长42%。从产品形式上来看,ESG类ETF也同样经历了快速发展。截至2020年底,美国共有82只ESG ETF,总规模530亿美元,规模同比增长236%。

而在国内市场上,自“碳达峰”“碳中和”的重要战略部署提出以来,ESG投资也逐渐成为国内资管机构关注的焦点之一。现阶段存量产品多为绿色产业类债券等,但伴随ESG股票指数和投资工具的日益丰富,新增需求将逐步聚焦于ESG相关权益类产品。

富国基金在ESG上的投入研究已持续多年。早期的研究更侧重于内部ESG评价体系的搭建,以适应自身投资决策的需求。而后随着披露信息的丰富、技术的迭代,市场关注度的提升,越来越多第三方进入到该领域中。我们一方面寻求更积极的外部合作,辅助更新自我内部评价体系;另一方面也加大合作布局相关的ESG产品,为投资者提供多样化的投资工具。