

嘉实基金吴越:

发现消费需求 验证反转机遇

□本报记者 杨皖玉



吴越, CFA, 复旦大学理学学士、应用数学硕士。2013年加入嘉实基金, 现任嘉实基金大消费研究总监。先后负责食品饮料、轻工等行业的研究和投资工作, 具备把握产业规律和产业研究的能力, 平衡偏成长投资风格。

拒绝“躺赢”

微博上有人问吴越:“为什么选择这么有挑战的工作?”吴越回复:“对我来说投研最有乐趣的一点在于能够时刻接触到新事物、新信息,能站在每个行业变化的最前沿,满足对世界的好奇心和求知欲。”

如果不是因为热爱,吴越也许不会在投研的“板凳”上一坐就是6年。2013年6月,从复旦大学毕业的吴越进入嘉实基金成为一名消费研究员。2019年4月,他开始参与基金管理工作。此后,吴越从消费研究组组长到嘉实消费精选基金经理,再到消费研究总监。吴越对中国证券报记者表示:“我做了基金经理后,还是把自己放在研究员的位置,不是等着研究员来给我提供股票。我觉得投资的核心是研究,我90%的时间和精力会分配到研究上。”

在投资的另外一面,这份对研究的执着,映射出的是他对消费投资的不断反思,尤其是对“消费龙头是‘躺赢’资产”这一说法的警惕性。吴越表示,消费投资“躺赢”的时代已经过去了。

2017年,以医药和高端白酒为核心推动的消费股行情,一时间让消费龙头股成为众多投资者追捧的对象。当被问及历史是否会重复,吴越认为可能性不大。在他看来,未来消费股行情大概率以细分方向和结构性机会为主。

“在某个阶段,消费白马股被冠以‘躺赢’类资产,但自2020年开始,消费投资已经告别旧时代。”对于过去一两年消费板块出现的这轮明显调整行情,吴越认为,从归因的角度看,有两个原因,一是来自基本面,二是来自资金面。

他表示,过去两年,受宏观经济等基本面因素的影响,机构资金毫不犹豫地选择抱团,聚焦高景气、高估值的赛道股。无论是内资还是外资机构,单边大幅卖出消费板块,所以过去两年消费板块处于非常典型的“戴维斯双杀”阶段。

“目前机构持仓水平、市场情绪均在底部区域,消费板块估值处于中枢偏下,极具风险收益比,如果出现反转,将再次走出王者归来的行情,而这将取决于社会活动和宏观经济两大因素。”他判断,四季度消费行业有望出现向上拐点,由此开启为期一至两年的大级别行情。

“历史上每次机构抱团股的崩盘大都是由于市场出现了新的战略级别的机会,导致资金分流,但目前宏观经济仍然承压,资金很难从成长股分流到顺周期等行业上,后期宏观预期层面的企稳复苏,对消费板块的反转很重要。”他表示。

吴越认为,白酒板块很难再出现2016年到2019年那种全面性的“贝塔”机会,未来投资白酒比拼的是对个股研究的“阿尔法”因素。“未来龙头白酒股的预期回报空间可能会大幅收缩;另外,白酒股更多的超额收益来自结构性机会和细分领域,投资弹性来自次高端方向,或有三年三倍的行情,龙头白马可能只有三年一倍的行情。”

此外,他表示,可能会更多地关注新兴类消费、升级类消费,包括自下而上挖掘潜力空间比较大的“黑马”品种。

超市货架上商品的生产日期、各地不同的饮酒文化、小吃店老板的用料习惯……过去几年,嘉实基金大消费研究总监吴越步履匆匆,在无数次调研中发现消费需求、验证反转机遇。在其开放的思路下,不断挖掘出“黑马股”,见证了诸多消费龙头股的“一飞冲天”。近两年,消费板块出现调整,这让吴越愈发意识到,消费正在成为一个值得深入挖掘的赛道。

草根调研“黑马”品种

“守正出奇”是吴越身上的一个投资标签。在消费板块告别“躺赢”时代后,所谓的“出奇”是指,吴越希望通过逆市场而动,逆市场而思考以及逆市场投资的方法论体系,挖掘出未来可能变成白马的黑马公司。

而对黑马公司灵敏的嗅觉,则来自他长期深入的一线调研。

“消费是一个典型的需求决定论的赛道。所以我们研究的出发点永远是观察需求、研究需求。”吴越表示,毫无疑问,研究必须要贴近需求,走进一线,去感受消费者真实的消费环境、消费习惯以及消费意愿和能力,并将其与货品的回转速度、货品的库存情况等相对应,进行价格体系的制定,最后反馈到公司报表端的盈利情况。此外,吴越认为,每一个体都会有主观色彩,草根调研能够直接接触达到消费者,有助于纠正一些主观的看法。

观察吴越历年的持仓,无论是当年的某三线白酒股,还是预调鸡尾酒股,或是榨菜龙头企业,吴越确实挖掘到了不少大消费领域的黑马股。

他的同事告诉中国证券报记者,吴越日常喜欢逛各种各样的商店,预调鸡尾酒的股票,就是他“逛”出来的。

被问及这只黑马股的故事,吴越表示,2019年这家公司的股价自2015年高点出现较大跌幅,他和研究团队想看一看低度酒

精饮料赛道以及这家公司是否具有反转的潜力。

在草根调研的过程中,一方面,吴越通过产销数据发现,2019年该公司预调鸡尾酒的销量已超过2015年巅峰时期的销量,另一方面,他发现超市货架上鸡尾酒的日期越来越“新鲜”。由此他确定,经过消费者四、五年的认知后,低度酒精饮料确实变成了一个有稳定消费群体的新兴品类。同时,吴越透过包装的变化,发现公司产品结构和消费场景的变化。“大量的中低价位、偏低度数的易拉罐装产品成为这一品类的主流,此前高价位、偏高度数的玻璃瓶装产品占比大大减少,这说明预调鸡尾酒有了新的消费场景,从以前的餐饮聚会消费逐渐变成个人消费,销售层面正在迎来新的机会。”

此外,为了调研一家调味品上市公司,吴越曾长时间“光顾”不同的小吃店,在与店主的攀谈中,确定了这一调味品在渠道的品牌认知度。他也曾反复辗转于二三线城市,发现了地方酒品牌崛起的可能性,由此挖掘到了一只三线白酒股,该股近两年的累计涨幅位居白酒板块前列。

“过去10年的研究,对我来说最深刻的认知,就是去做最辛苦的活,做那些看起来最不起眼的活,只有这样,你才能永远站在需求的最前端,才有可能把握黑马变成白马的机会,最终建立起投资信仰。”吴越说。

三个不同投资框架

脚踏实地的调研给了吴越挖掘“黑马”的底气,同时,作为一名消费基金经理,开放多元的心态则是吴越发现黑马股源源不断的动力。

如今,在公司的茶水间里,吴越几乎能够准确地叫出每一个同事的名字。但谁能想到,几年前,在他刚刚工作时,他曾认为买方研究类似于学术研究,自己也许不需要太多的社交。“这一想法就导致工作了三年,公司的基金经理对我的熟悉度比较低。”吴越说。

吴越对自己的职业愿景进行了重新定位。“我当时做了一份百余页的PPT研究报告,强迫自己给每位基金经理路演一遍,之后我发现我的工作产生了正向反馈,慢慢的,自信也建立起来了。”吴越说。

正是在这次转变后,吴越明白,人不能局限自己的未来,对企业也是一样。他说:“如果一个企业对自己还有期待、有要求、有自驱力,即使当下遇到一些困难,我们还是应该给它一次机会,这才具备了成长的空间性。”

而这也正是他“逆市场而动”投资体系的体现。吴越表示,自己80%的资源分配在挑战市场,就是去找市场现在不认同的东西,去找每一个细分赛道的黑马公司。他希望找到那些市场存在非常大分歧,比如当下被贴上“不良”标签的公司,如果能够发掘出这类企业的反转机会,可能会为基金的投资组合提供丰厚的收益回报。

数学专业出身的吴越明白,不确定性永远存在,对于一家公司,再完善的投资体系只能靠近它,却不可能百分百了解它,因此有了这一概率思维后,自然会引入对风险的度量。在投资上,吴越表示,自己不会拿着一家消费龙头十年不动,“世界上所有的事物都有不确定性,龙头股的高估值三年内不一定回归,但一定具有波动性和脆弱性,这就需要开放的心态和勤奋的态度,不断去找风险收益比更好的标的,最终形成一个非常自治的体系”。

在大消费主题下,吴越建立了三个不同的投资框架。品牌消费看需求,生猪养殖看供给,种子种植看政策。

目前,吴越管理的嘉实农业产业股票基金,是农业主题的主动管理基金中规模最大的一只。他表示,今年开始到明年是农业投资的大年,农业是一个波动性极高的赛道,投资人应该理性看待农业板块的波动,不宜在增长过快时冒进,也不宜在大跌时恐慌。“我们应该仔细理解农业板块背后的逻辑,农业是一个非常典型的供给驱动的周期板块,跟需求关系不大。”

就生猪养殖板块来看,吴越表示,第一,作为周期行业,未来一年行业投资机会肯定存在;第二,一线标的和二线标的涨幅有差异,投资的收益空间还能计算出来;第三,投资节奏上一定是一波三折的,因为目前行业博弈过于充分,市场关于今年下半年反转的预期过于强烈。