

天弘基金贾腾：

从深度价值到“质量价值”的进化之路

□本报记者 王宇露



贾腾,天弘基金权益投资部基金经理。复旦大学管理学院国际商务硕士,2014年开始证券从业,2019年开始管理公募基金。坚持以实业视角评估企业,用隐含回报率(IRR)作为选股标尺,通过深度研究,在能力圈内挖掘真正能创造价值的公司。组合构建均衡,不追逐市场热点赛道,从现金流来源多元化、久期多元化两个维度分散投资风险,追求“均衡但不平庸”的效果。

以现金流为王的深度研究

贾腾的投资方法论始于一个朴素的问题:假设第二天股市关门,你是否还愿意买入并持有一家公司的股票,这家公司是否依然能通过创造现金流回报全体股东?这一巴菲特式的价值投资理念,成为他选股的标尺。

很多投资者喜欢看PE(市盈率)、PB(市净率),但这些指标是静态的,大部分低PE、PB公司往往会有基本面或公司治理上的硬伤,有些企业有利润,但没有现金流;有些企业现金流很好,但不能回馈给股东。贾腾认为,一家公司的核心价值在于其能够持续产生现金流的能力,并且公司治理支持这些现金流可以真正归属于全体股东。因此,计算股票的隐含IRR是他选股的核心标准。

“对于商业模式的判断,对行业增长的判断,以及对公司产业链地位和竞争优势的判断,最终都要落在现金流折现分析(DCF)上。”在他看来,基于现金流回报的投资方法,其实和企业家做生意的思路是一样的。在各行各业,企业创造价值的本质都是创造可归属于全体股东的自由现金流。衡量不同行业 and 不同商业模式公司的统一标准,就是以当前市值作为成本投资该公司,获得公司经营带来的可归属于全体股东现金流的隐含回报率。

而这种“实业思维”的形成,与他的研究经历密不可分。初入行时,贾腾进入一家大型公募基金,该基金公司对基本面研究深度有着严格的要求。例如,早期研究互联网时,导师要求他“先搞懂线下行业,再去讲和互

联网结合的商业模式的故事”,即分析京东需要先理解家电渠道,研究唯品会则要先摸透服装行业。这种扎实的产业研究和财务分析训练,让他养成了穿透商业模式表象、直击现金流生成能力的习惯。

在个股选择之外,贾腾在组合构建上也有一套“相对均衡”的方法论。“不把鸡蛋放在一个篮子里”是投资常识,而他的均衡策略则有更深层的设计。他的组合会从两个维度分散风险,一是现金流来源多元化,二是久期多元化,以此追求“均衡但不平庸”的效果。

一方面,他的持仓通常涵盖金融、周期、消费、制造业乃至科技等多个行业,这并非简单的分散投资,而是基于对不同行业现金流特性的深刻理解。“有些公司赚C端消费者的钱,有些公司赚B端企业开支的钱,有些公司赚出口到海外市场的钱,我希望通过底层资产现金流来源的多样化,来降低组合风险。”他表示。

另一方面,贾腾也会有意识地搭配不同久期的资产,既包括典型的低估值价值股,也有中等估值、具备“长坡厚雪”特征的股票,还有少量类似成长股标的。这样的搭配使组合在短期、中期和长期的现金流占比相对均衡,从而减少对宏观因子的敞口暴露,在不同市场环境 下具备更强的适应能力。实践中,这种均衡策略也得到了验证。比如在2022年利率上行期间,长久期股票普遍大跌,而贾腾久期均衡的持仓为组合提供了有效缓冲。

在A股市场,风格轮动如潮汐往复,热点切换似四季更迭,而真正能穿越周期的投资者,往往具备两个特质:清晰的自我认知和坚定的方法论。天弘基金的基金经理贾腾正是这样一位投资人。

当“茅指数”与“宁组合”吸引全市场目光时,他冷静地远离喧嚣,不参与机构抱团,在不被关注的角落发现真金;当市场风格切换,他坦然应对挑战,在坚守核心理念的同时优化方法论,静静等待能力圈的“顺风期”;当算法、量化成为交易利器,他不参与“知己不知彼”的市场博弈,而是将精力投入对商业本质的探索。

这种看似“保守”的选择,实则是对投资本源的回归。从早期的“深度价值”到如今“质量价值”,贾腾的投资哲学历经市场淬炼。他坚持以实业视角评估企业,用隐含回报率(IRR)作为选股标尺,通过深度研究,在能力圈内挖掘真正能创造可归属于全体股东的现金流的公司。这种基于现金流的价值锚点,或许正是穿越周期迷雾最可靠的罗盘。

价值投资的坚守与进化

贾腾的投资生涯始于传统的深度价值风格——寻找被市场严重低估的股票,买入并等待价值回归。在这一阶段,其组合中的个股典型特征是估值极低,但部分上市公司质地相对一般。与此同时,由于研究覆盖以传统周期和金融为主的行业,贾腾在选股时会基于宏观周期判断市场,从中筛选出价格极为便宜的标的,具有一定自上而下的投资策略属性。

但随着时间推移和投资范围的逐步延展,贾腾逐渐意识到,单纯的低估值并不能提供足够的安全边际,特别是当公司治理有重大瑕疵时,虽然企业估值便宜,长期看却往往是“价值陷阱”,负向的Alpha(超额收益)会掩盖周期的力量,最终吞噬了估值修复所带来的收益。因此,质量因子在贾腾投资决策中的重要性显著提升。

良好的商业模式、突出的竞争优势、进取的企业家精神和完善的公司治理,才是企业价值的根本保证。自2020年起,贾腾的投资框架逐步向“质量价值”演进,即在注重估值的同时,对于公司质地的要求大幅提高,力求在“物美”与“价廉”之间取得平衡。

尽管质量因子的权重显著上升,但贾腾没有放弃对估值的要

求。被认为是典型高质量的“茅指数”和“宁组合”在2021年和2022年冲顶期间,他并未参与这些公司的“抱团”行情。他表示:“这些公司或许确实优秀,但当估值明显泡沫化时,我们会果断卖出。即便错过最后阶段的大幅上涨,我们也并不后悔。”

谈及市场抱团,贾腾坦言自己并不排斥参与,但他不会为了寻找所谓的安全感或舒适感而刻意“抱团”。“那反而会让我感到不适,我更希望依靠自己的独立判断。在这种‘知己不知彼’的博弈中,你根本不知道交易对手是谁——是量化基金还是主动基金,是机构还是散户。”在他看来,不知道对手的博弈和赌博没有本质区别。而当一个人产生强烈交易冲动时,很可能是在追涨杀跌。

“从一开始,我就不想把市场博弈因素放到我们的决策体系中。只有深度研究才是更有把握的制胜之道。”贾腾表示,他要求自己对于重仓股的理解必须比市场共识更深一层,这种研究深度的积累,也成为他敢于在市场狂热时保持独立判断的底气。从业绩归因的结果来看,过去贾腾的超额收益绝大部分来源于个股选择,而非仓位调整、择时交易或者行业配置。

静待能力圈的顺风期

2023年,贾腾迎来了投资生涯中相对较长的一段逆风期。经济预期的变化使他长期看好的部分优质企业股价遭遇重创,市场开始质疑这些企业高ROE(净资产收益率)的可持续性。在此期间,其组合任意连续12个月超额胜率100%的纪录被打破。这段经历给他带来了两个重要反思。

其一,对外部环境敏感性的重新审视。贾腾意识到,自下而上的选股策略,在某些阶段会显著受到宏观环境的制约,这些因素应该得到重视。同时,在外部环境处于逆风期时,对于公司质地和估值的要求应该更加严苛。不过,他仍然不会为了短期避险而投资那些不符合自己标准的公司。“我不会选择躲进那些公司质地并不符合要求的所谓‘红利避风港’。”他说。

其二,对能力圈拓展节奏的反思。贾腾坦言,此前他花了很多时间探索如何有效投资“专精特新”公司,但从实践结果来看并不算成功。一方面,很多公司上市时间不长,尚未经受时间考验,其商业模式可持续性和公司治理能力的可信度都比较低;另一方面,在过去两年外部环境

挑战较大的情况下,小公司的抗风险能力也偏弱。

这番经历使贾腾更加坚定,面对新行业和新公司要“多看少动”。“作为基金经理,能力圈的扩张是我们孜孜不倦的追求,但在能力圈范围内投资,更是我们必须始终坚持的原则。对于自己并不熟悉的领域,还是要多看少动,把新公司看成老公司以后,再等待合适的击球区。”他表示。

贾腾认为,如果相信自己的投资方法是长期有效的,符合投资学基本原理,那在风格或能力圈处于逆风期时,应该坚持扛下来。而在执行层面做得不到位的地方,则要积极改正。正是这些反思与调整,让贾腾的投资理念更加成熟,他依然坚守价值投资核心理念,但对市场环境的变化更加敏感;他也依然坚持深度研究的方法,但对能力圈的边界更加清醒。

对于未来的组合管理,贾腾仍然充满信心:“尽管外部环境复杂多变,中国还是有足够多的优秀企业值得我们投资。我也会一以贯之地践行价值投资的理念和方法,力求在投资长跑中取胜。”