

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某一家公司的股票，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，最终都要落实在现金流折现分析(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。衡量不同行业和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，不追逐市场热点赛道，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”到如今的“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扩展，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，我们也不会后悔。”

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个月超额收益率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的核心理念，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。”