

华商基金余懿:

拥抱中国权益资产 与时代同频

□本报记者 王雪青



余懿,经济学硕士,2022年7月加入华商基金。截至今年一季度末,已有10年证券从业经历。现任华商基金权益投资部总经理助理,华商甄选回报混合、华商品质价值混合等产品的基金经理。

“三好公司”也要有好价格

投资中有一个经典的问题:好行业、好生意、好公司,何时才会有好价格?

在余懿看来,“三好公司”与“好价格”并不天然统一。恰恰相反,大多数时候,优质资产之所以出现买入机会,往往是因为短期发生了某种“错位”——可能是行业景气度阶段性下行,可能是业绩短暂承压,也可能是市场情绪的扰动,让投资者对企业中长期价值产生了怀疑。

“好的价格,往往来自不那么好的时候。”他总结。在这样的认知下,他的投资方法逐渐成形——既要识别长期确定性的“好行业、好生意、好公司”,也要在短期波动中,找到价格偏离价值的时点。这种在时间维度上的错配,构成了其获取绝对收益的重要来源。

“在好价格建仓后,还需要耐心持仓,因为未必马上会涨。”余懿说。与此同时,他也在磨炼分布建仓的耐心。“这其实也是我近两年的进步。”余懿说,“以前我只要发现公司严重低估,长期收益率高,就会马上买很多;现在不是,随着年龄和智慧的增长,我们多了一些耐心,更愿意克制节奏,先试探,再验证,然后才加码。”

在余懿的投研过程中,还有一个非常朴素却重要的划分:学习圈、能力圈、投资圈。这三者,构成了他理解自身边界的核心工具。

刚入行时,他长期深耕周期行业——有色、钢铁、煤炭。这些研究积累,构成了最初的能力圈,也自然成为最早的投资圈。随着时间推移,他开始有意识地扩展学习范围。

新的行业并不是一上来就加码投资,而是先进入他的学习圈:去了解行业历史、商业模式、竞争格局、周期特征以及未来可能的演变路径。“这个过程往往需要一两年,甚至两三年的时间。”余懿说。

值得强调的是,在能力圈里的东西,并不意味着刚学会就立马有投资机会。“比如,创新药很火时,可能大家都在学创新药,可能等你学明白了,这个行业资产价格已经定价相对比较充分了,这个时候它未必是个好的投资圈。”余懿解释。因此,只有在估值与时机匹配时,能力圈的内容才会真正进入投资圈。

这种节奏,看似缓慢,却形成了稳定的正循环。

这也解释了他为何会主动放弃大量机会。在实际操作中,他并不会试图覆盖所有热门行业。例如,对于消费领域,他坦言并非自己的强项,即使有所配置,也不会作为重点方向。

在研究资源分配上,他同样保持克制:只听与自身投资相关的路演,只看有助于判断的资料,只跟踪组合中真正重要的公司。这种“做减法”的方式,使他能够在有限的精力下,保持对关键问题的持续关注。

与此同时,他也强调“人”的因素。在一些投资案例中,他最初对行业或公司并没有特别深刻的理解,但通过与企业家的持续沟通,逐步修正判断,最终看清商业价值的变化路径。

“有些机会,是在交流中慢慢看懂的。”余懿说。这使他的投资,不只是基于数据与模型,也包含了对“人”的判断。

中国权益资产“觉醒”

余懿在华商甄选回报2025年年报中表示:2025年,中国股票市场经历了从“低位蓄势”走向“价值重估”的一年。我们所期待的“东方欲晓,莫道君行早”在2025年逐步实现,堪称中国权益资产的“觉醒之年”。

“2025年在投资框架上的省思和完善,最大的变化就是更加与时代同频,更加关注情绪价值。”他说,2025年涨幅最大的板块,大多都有着巨大的时代叙事价值。

“经历过这些思考,我们在构建投资组合时,会在保持选股阿尔法特点的基础上,更加努力地与时代同频。”余懿表示。

展望2026年,余懿预计,百年未有之大变局和人类科技创新加速仍然是未来3年-5年甚至更久的时代背景,地缘局势的剧烈变化和全球供应链的重构仍将延续。在科技创新加速中,AI的加速变革、自身智能的进步、能源体系的变革、近地与太空空间的争夺则是竞争的主要赛场。

“我们的投资组合会更加努力与时代同频,与国家共进,与市场趋势同行。”余懿表示,在组合配置上,2026年在结构上更加注重选股,兼顾成长和价值,并且高度重视安全。

在具体市场判断上,余懿对港股表现较为明确的乐观态度。在他看来,香港市场作为离岸市场,估值体系更直接与全球对标。当前相较于美国、日本等市场,仍存在一定溢价。“便宜且优质”,是他对港股的核心判断。

更重要的是,港股背后承载的大量中国企业,正处在新的发展阶段:出海加速、技术升级、产业结构重塑。这些变化,使得香港市场越来越成为全球投资者分享中国发展机遇的重要桥梁。中国公司要走向世界的前沿,这本身就是最大的时代机遇。“中国的高质量发展,在我们这一代人手里,一定会实现。”他坚定地说。

同时,他也不回避港股的风险。相比A股,港股波动更大,做空工具更丰富,市场博弈更充分。这意味着,一旦判断出现偏差,损失可能更快、更直接。

因此,他在港股投资中更加注重安全边际,更强调基于DCF的定价判断,同时避免在单一标的的过度集中。“不能因为便宜就重仓。”他说。

“常常乐观,总是耐心,偶尔谨慎。”这是他在所管产品的年报中写下的一句话,也可以看作是他投资风格的写照。

与华商基金权益投资部总经理助理余懿交流后,令人印象最深的是四个字:慢即是快。他说,自己做了8年研究员才开始做投资,看懂一个行业往往要花一两年来反复打磨,能力圈像车轮一样,一圈一圈长出来。

这种“慢”,已渗透进他的投资方式之中。他深知,好行业、好生意、好公司,为什么会有好价格?需要耐心等待,短期的景气度下行。在被忽视的角落,往往才有价格与价值错位的空间。

但他并不止步于稳。相较传统价值投资者,他会“迈出清晰期”,去看更远的地方:AI、机器人、新能源,这些尚未完全兑现的变化。他会沉下心来读论文、看应用、与企业反复交流,在模糊中一点点逼近确定。

这些年,他也学会了更有耐心地出击。早年一旦认定低估,往往迅速重仓;如今他更愿意克制节奏,先试探,再验证,才加码。面对不确定,他不假设自己永远正确,而是用组合去对冲判断的偏差,让更多“列车”驶向终点。

他说,自己的方法本质是一种“平衡”——既不沉溺于安全,也不迷失于冒险;既向内守边界,也向外看未来。

投资方法论:允执厥中 适度冒险

如果用一句话概括余懿的投资方法,他给出的答案是:“平衡风格,价值成长策略,适当兼顾逆向与景气。”

再深一层,他更愿意用一句中国古语来形容——“允执厥中”。

在他看来,传统价值投资者更强调确定性,偏好成熟行业、稳定商业模式和较低估值;成长投资者则更看好波动率,追逐高增长,但收益往往难以稳定兑现。两者各有优点,也各有局限。

他的选择,是在两者之间寻找一个“中”。

一方面,他依然坚持价值投资的底层逻辑——从DCF(现金流折现)出发,关注企业未来能够创造的现金流回报,对估值保持谨慎,不轻易为远期故事支付溢价;另一方面,他又主动向外探索,去观察更长期的增长空间。

如果用更专业的语言来解释,他的方法论,核心在于对“久期”的重新理解。

在传统价值投资框架中,投资者往往更关注“清晰期”——也就是未来几年较为确定的盈利区间,因此会倾向于高ROE(净资产收益率)、低市盈率、分红稳定的资产,本质上是把久期压缩在较短范围内。这类策略的优点是确定性强,相应的收益空间也容易被锁住。

“如果只停留在这里,收益率是有上限的。”余懿说,他选择适度“往前迈一步”,在DCF框架下,将视野从清晰期延展到半清晰期,甚至更远的永续期前端,去寻找那些尚未完全兑现、但有可能带来盈利跃迁的增长空间。

在他看来,2020年至2021年的白马股行情,本质上就是市场在“永续假设”上的整体上修。他更关注的,是这种重估发生之前的阶段。典型的机会,往往出现在

新能源、半导体等前沿行业。这类公司短期内未必有明显的业绩弹性,但如果技术路径与产业趋势成立,其在3至5年后的盈利能力可能发生非线性变化。

例如,他曾经重仓一家光纤光缆公司。最初买入时,市场估值仍停留在其传统业务——行业龙头、盈利稳定。但与此同时,余懿也在关注一个更远的变量:AI产业和创新应用带来的潜在爆发。“我们当时并不只看它当下的盈利,而是把未来可能的变化一起考虑进去。”余懿说。观察到北美市场的龙头公司股价持续走强后,余懿判断,这家中国龙头公司很可能迎来30年一次的光纤光缆基础设施更新周期、30年一次的新型光纤光缆产品创新周期和中国公司30年磨一剑的追赶周期共振的战略机遇期。

在随后的市场行情中,当光连接概念迅速升温,这部分尚未兑现的盈利预期被提前“兑现”,公司股价也随之大幅上行,随后又迎来光纤光缆供不应求的涨价景气周期,让余懿所管理的产品获得了较高回报。在余懿看来,把握这类机会的关键,并不在于短期业绩,而在于是否能够提前识别“半清晰期”的增长,并在市场定价之前完成布局。

但冒险并不意味着放弃边界。他反复强调,不会轻易相信单纯的“故事”。任何判断,最终都要落回到对未来盈利的推演上:是否能够在一定时间内体现为真实的利润增长,是否能够支撑估值的提升。

在他看来,这种“既迈出去,又收得住”的状态,本质上就是“允执厥中”——既不沉溺于安全,也不迷失于冒险。

“不是我在用平衡做投资,而是平衡在保护我。”他说。