中欧基金张炜舜:

把胜率交给周期 把赔率交给估值

□本报记者 魏昭宇



张炜舜,香港中文大学金融工程/供应链管理学士,美国马里兰大学金融学硕士,曾就职于万吨资产,覆盖农业、零售商贸、轻工等板块。2018年加入中庚基金管理有限公司,历任研究员、消费组长/投资经理助理。2026年2月加入中欧基金管理有限公司,现任基金经理、权益研究部消费组副组长。

和许多消费基金经理从消费研究起步不同,张炜舜入行做的第一份研究工作是宏观策略。此后十余年,虽逐一覆盖消费各大子行业,但判断公司之前,他总是习惯先问自己一句:这个行业处在产业生命周期的哪一阶段,推动它的时代力量还在不在。在他看来,周期位置是决定一只股票收益弹性的关键因素之一。

近日,中国证券报记者采访了中欧基金张炜舜,他现任中欧基金权益研究部消费组副组长、中欧消费产业基金经理。张炜舜坚持周期视野与低估值纪律叠加,最终形成周期位置第一、估值第二、质量第三的取舍。

面对估值与预期均处低位的消费板块,他的判断并不悲观:“我觉得目前消费板块中有不少结构性机会。”在他看来,需求端最剧烈的变化或已经过去,接下来值得跟踪的是供给端出清节奏,以及新产品、新市场、新组织形式带来的变化。

先看时代再选公司

张炜舜的投资生涯起步于策略分析。2015年他入职上海万吨资产,以策略分析师身份入行,较早建立起了产业周期与行业比较思维。“早年的宏观策略研究经历对我的框架影响非常大,不少人刚入行往往会先看具体的行业,看具体的个股,而早年的周期思维训练让我更关注这个时代的背景。”张炜舜向中国证券报记者表示。

2018年,张炜舜作为首批投研员工加入中庚基金,历任研究员、消费组组长、投资经理助理。也正是在中庚基金的七年多时间里,他把消费板块几乎完整覆盖了一遍。“消费就是我的原始能力圈。”张炜舜说,现在的他,对消费各个子行业的主要矛盾、关键变量与产业常识都有了更加深刻的认识。

自上而下的视角落到选股上,是一套明确的优先级。以2016年至2021年那一轮白酒行情为例,多数研究聚焦品牌力、渠道力与经营质量,而他更看重背后的宏观变量。“我认为当时的驱动核心因素是M1(狭义货币供应量),M1在快速扩张,优秀的公司要能配合这样的M1实现快速增长。”在他看来,优秀公司能顺应时代力量放大增长,但支撑需求的关键变量一旦变化,同样的逻辑便难以线性外推。正因如此,在那轮行情情绪最亢奋的阶段,他选择逐步兑现。“都是时代的力量。”他说,这不是对公司的否定,而是对驱动力持续性的再评估。

把对时代力量的判断再往下推一步,便有了张炜舜对公司质地与股东回报的区分。“我一直觉得,较少的人要屈从于较多人的力量。”他用一个抽象假设说明:某个行业原本十家供给对应十份需求,需求一旦回落,哪怕最优秀的一家很可能也要经历一轮下滑——利润下滑到什么水平,或取决于最弱的那一家何时出局,而不取决于最优秀的那家有多优秀。“优秀公司可以让它活得比别人好,但很难让我们都赚到钱,这是两个层面的问题。”在他看来,公司质地与股东回报终归是两件事,产业判断应先于个股判断。

胜率与赔率的取舍

张炜舜不讳言中庚基金价值风格训练的影响,但更愿意把它概括为对低估值与不确定性的重视,再叠加以往对经济周期与产业周期的理解:低估值的确定性负责控制回撤,周期位置负责提高胜率。落到成熟期行业,抓手是PB-ROE(市净率-净资产收益率)。

按产业生命周期的位置,他把消费资产分为成熟型、导入/成长型与叙事型三类:成熟型用PB-ROE历史分位与景气趋势验证;导入/成长型用熊彼特创新范式识别,重点看新产品、新市场、新组织形式;而叙事型,就是行业已过高速增长期、市场仍按成长股定价,把高增长一路往后推,这类他表示要尽量回避。这套分类借用的是熊彼特的经济发展理论框架,即通过新产品、新市场、新组织形式等创新组合来识别成长。

“市场往往会线性外推。”高ROE对应高PB、低ROE对应低PB,是市场的惯常定价;但处于快速成长期的行业ROE往往波动过大,因此PB位置不必过度看重。PB-ROE真正好用的场景,是进入成熟期、可能出现周期性变化的行业,而眼下消费板块恰恰大多如此:“目前消费行业,大多数都处于低PB和低ROE状态。那么我需要做的就是判断哪些行业的ROE可以迎来周期上行,哪些行业的ROE存在下行趋势。”张炜舜也坦言,这套方法并非一次成型:早期机械地按高ROE、低PB去筛公司,很容易落入价值陷阱;后来转向用偏周期视角观察PB与ROE同处低位的行业,方法才逐步稳定。

一个被反复提及的案例是零食量贩。2022年,张炜舜注意到这一业态在快速放量:中国消费市场强供应链、渠道层级较多,零食又属即时、小额消费,天然利于线下短链条业态。“而在产业生命周期方面,量贩零食处于成长期的初期,乃至导入期,我预判到这个行业会快速发展,这是我对它周期的定位。同时,我找到了一家估值很低、关注度不高的公司,其原本不被看好的渠道能力,恰在产业组织方式变化时被补齐。”不过,他也强调,随着行业发展阶段的变化,零食量贩早期通过组织效率创新获得的红利已经有所变化,不能把早期的成长逻辑持续线性外推。

在胜率、赔率、时间之间,张炜舜先破掉三者兼得的念头。他的取舍逻辑很清晰:胜率一端只求大方向正确,不赌下个月启动,只要对未来半年到一年的方向有大概率把握便够;赔率一端靠低估值锁住下行风险——低预期、低关注度让看错的代价变小,向下可计算,向上才有弹性。他表示,自己愿意舍弃一点时间和一点胜率去换高赔率。不追求每次看对,只求看错时亏得少、看对时赚得多:把胜率交给周期,把赔率交给估值。

框架的最终落地需要依靠团队。“我们的底层思路其实是进行行业景气度的研究,对一些关键变量去提前识别,同时对每个子行业进一步深化。”张炜舜提到,目前中欧基金权益研究部消费组有超过一半的研究员具备6年以上经验,对消费各类子行业的研究功底扎实。他主持的双周会主要做两件事:研究员轮流分享心得,以及修正景气度框架。“我们在9月底的时候发现仔猪价格崩盘了,这可能意味着这一行业的淘汰速度正在加速,其未来景气度上修的概率大大提升。”一个价格信号,经由关键变量传导,被翻译成对产能出清节奏的判断。

消费进入结构性机会期

谈及对当下消费板块的判断,张炜舜认为,目前消费市场以结构性机会为主。消费支出增速从两位数回落到个位数,是行业共同面对的背景,他更强调变化的速度与结构。“当一个行业不那么赚钱的时候,总会有人退出的。只要退出的速度比需求下降的速度快就可以。”在他看来,当下需要从供给端变化中找公司。

张炜舜对估值的判断写在中欧消费产业的三季报中:“整体而言,消费板块因需求下行,个股胜率相对一般;但考虑到较低PB水平,盈亏比处于非常优秀的状态。”他补充道,低估值意味着低预期、低关注度,但买入仍需景气方向的正确判断来共同托住风险。

基于此,三季报列出的关注方向包括:“供给端出清较为彻底,基本面拐点已经或者即将出现的行业,如养殖等。通过新产品、新市场或者新的组织形式,找到了增量市场或者优化了效率,且处于较为早期的中小盘成长股”,以及“有股息率支撑的低位低估值传统消费”。对成长股,张炜舜的表述稍显克制:“目前本基金对消费中的成长股投资,不期待长坡厚雪,更关注其新产品与新渠道早期的可能性与斜率。”

养殖是他重点提及的供给端样本。“农业和牧业的周期已经开始往上走,而且PB位置仍然不太高。”他把生猪养殖参与者分为全产业链自产自养企业、类似的中型全产业链企业,以及母猪场与育肥场三类。过去几轮周期里,几类参与者此消彼长,行业波动率不断压低;这一轮的不同在于亏损时间更长、幅度更深,仔猪价格也走到更低位置,三类参与者同时去化。目前,他判断产能出清深度已足够支撑景气修复,但对时点保持审慎:“我并不能精准判定其向上拐点,但我认为当前的位置已极具吸引力。”

在成长一侧,他更愿意用产业语言而非标签讨论。符合经济发展方向的产业,在消费领域往往指向新人群、新渠道、新产品,或者经营周期拐点将近的产业。中国消费市场的现实是强供应链、弱渠道;当信息更加平权,能直接理解消费者并高效组织供应链的产品型公司与零售企业将获得更大空间。“一家公司最重要的是产品端能力,和对供应链的组织能力。”

在张炜舜这里,叙事不分真假,只问能不能落到真实的需求与创新上。“我不会为纯叙事或虚假叙事付费。”识别的第一步是做归纳:所谓成长,要能归到新产品、新市场或新的组织形式里——新产品看它满足了什么需求、这个需求是否扎实,新组织形式看它给社会解决了什么问题、有没有真正优化效率。在采访时,他特别提到,自己要求研究员对标的的认知与盈利预测不能简单地和市场保持一致。“简单与市场一致容易错识风险,所有的分析与核对都要落脚到ROE和估值位置上去。”

此外,他也非常看重消费品的“出海”趋势,直言其新市场或将为公司带来更强内生力。但他也提醒,出海企业评估难度更高,更多要从行业竞争格局与宏观环境入手。

至于投资要跟踪哪些信息,张炜舜表示,宏观上他最看重M1。中欧基金消费团队的景气度趋势模型把关键变量细化到行业层面:比如,白酒看M1同比与库存,上游乳业看后备牛、青年牛存栏,生猪养殖看能繁母猪存栏。此外,团队还会对指标的领先效力做动态校正。对科技消费等尚未形成清晰商业模式的方向,他更倾向于先研究、再谈配置。

在他看来,目前消费板块风险趋于有限,估值整体来到较低位置。他自己守着的两条规矩也很简单:不买看不懂的东西、不追高。“我觉得这是两个非常好的交易习惯。”