

一代人有了一代人的“茅台” “情绪价值”成基金投资新消费关键词

证券时报记者 陈书玉

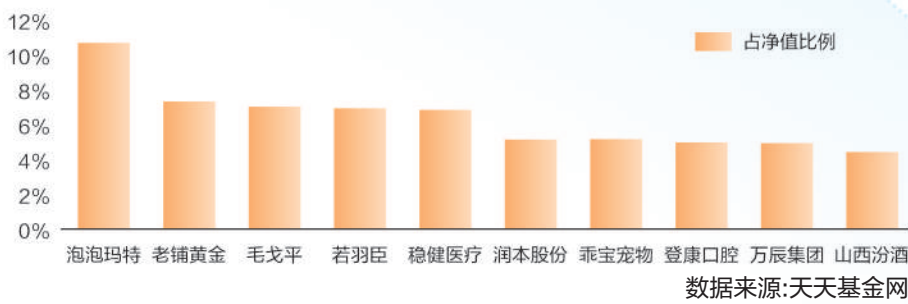
一代人有了一代人的“茅台”。今年以来,在港股市场和A股市场中,谷子经济、贵金属消费、美容护理、宠物经济、休闲零食等新兴消费领域牛股频出,让许多重仓新消费的基金迎来净值上涨。相较而言,持仓传统消费股的基金经理,其业绩已被持仓新兴消费股的基金经理远远甩在了后面。

目前,年内收益率最高的消费基金——恒越匠心优选一年持有,年内收益

率已近40%。一季度末,该基金前十大重仓股除了1只白酒股,其余9只均为新兴消费股。与此类似,申万菱信乐融一年持有、海富通消费优选等年内绩优的消费主题基金,也都纷纷重仓了高成长的新兴消费标的。

新兴消费的投资逻辑是什么?基金经理如何跟踪新兴消费公司?新兴消费与传统消费之间又是否存在替代效应?近日,证券时报记者采访了国泰消费优选基金经理李海、泉果消费机遇基金经理孙伟和永赢新兴消费智选基金经理蒋卫华,解析新兴消费的投资之道。

恒越匠心优选一年持有混合A(015150)一季度末前十大重仓股一览



世界唯一不变的是变化 投新兴消费要“走出去”

对于基金经理而言,要挖掘新兴消费牛股,就需要对新消费趋势有更深刻的洞见,而这种洞见不能局限于传统的案头研究,数据分析,更需要基金经理“走出去”,切实捕捉新消费的投资逻辑。

李海认为,近年来,以情绪价值、悦己消费等为代表的新消费崛起,反映了消费者消费习惯的改变和消费需求的多元化。消费者不再仅仅满足于商品的基本功能,开始更加注重消费过程中的情感体验与满足。当消费者从物质消费转向更加关注精神消费,本质上是一种精神领域的消费升级。中国消费市场足够大、足够广、足够复杂,每一个细分领域都有不同需求,比如有的消费者会更追求性价比,有的消费者则会更追求精神层面的需求。

“在消费领域的投资实践中,我发现部分标的,尤其是化妆品和新兴消费品牌,单纯依靠案头研究往往难以形成深度认知,很多品牌需要实地走访门店才能逐步理清其商业模式。”孙伟对证券时报记者表示,要想把握消费风向,需要深入接触消费者群体,通过与其沟通,在产品逻辑上形成清晰认知,才能真正理解企业实质的商业逻辑。对于产品驱动型公司,必须从产品设计逻辑入手,通过一线调研结合用户反馈,比如小红书等平台的消费评价,才能把握其商业机制。对于游戏类公司,也需要通过实际体验产品,才能理解其海外爆火的底层逻辑及管理策略。这种沉浸式的体验,对于判断企业核心竞争力及持续成长性具有不可替代的价值。

事实上,在消费风向方面,基金经理确实需要积极捕捉一些细微的变化。比如,今年大火的港股某潮玩股,过去曾经历了市场的极度不认可,2022年时股价甚至陷入了“冰点时刻”。在后续的两年多时间,该股持续上涨,自底部反弹后已涨逾18倍。从基金经理集体投下“不信任票”,到2025年一季度末有207只基金持仓,背后映射的是该公司基本面向好转变,而越早发现这一变化的基金经理,越能捕捉到更多的上涨行情。

“这家公司刚上市时,客群是比较窄的,而且客单价比较低,导致其单个系列的空间有限。不过,2022年开始公司在产品形态与客群拓展以及国际化等方面,均做了非常多的工作,这些工作在2024年开始收到成效。”沪上一位基金经理对证券时报记者表示。

“作为一个关注成长类的消费经理,

我一直坚信这世界唯一不变的是变化,而变化会带来成长性的机遇。”蒋卫华表示,中国作为一个庞大的经济体,其中的优质供给、渠道、传播方式以及技术等变化带来的结构性机会层出不穷,投资者需要对此保持积极的心态。



图虫创意/供图

“情绪价值”成投资关键词 警惕高景气度投资泡沫

新兴消费牛股的投资逻辑,越来越多地指向了同一个关键词——情绪价值。在基金经理看来,“情绪价值”蕴含的潜在投资价值空间很大,但仍需具体公司具体分析,警惕高景气度下的泡沫。

在李海看来,情绪价值可以分为三类:第一类提供纯情绪价值,比如IP、玩偶等;第二类提供多巴胺,通过某种形式刺激大脑分泌多巴胺,从而产生愉悦、兴奋、满足的情绪,比如户外运动;第三类提供治愈功能,比如现在很多人喜欢养宠物,通过宠物提供的治愈功能满足了人的情绪价值。“我们觉得,能满足以上三种消费者情绪价值的赛道,是未来比较重要的投资方向。”李海说。

那么,应该如何投资“情绪价值”?孙伟认为,对于情绪消费等新消费的投资,既要关注企业的短期成长性,也要关注行业的中长期增长空间,核心在于观察行业能否形成壁垒和规模效应。有些行业热潮如同一阵风,所有参与者都能短暂受益,但最终化作昙花一现的时光;而有一些优质赛道,却能催生出具备强大竞争壁垒和飞轮效应的公司。

“消费趋势一旦形成,或消费品公司

■ “消费趋势一旦形成,或消费品公司一旦取得竞争优势,持续性往往比较长,不过也需要同时考察企业管理层的战略思路。跟踪趋势时,只要估值在合理范围内就可以考虑出手。”

一旦取得竞争优势,持续性往往比较长,不过也需要同时考察企业管理层的战略思路。跟踪趋势时,只要估值在合理范围内就可以考虑出手。”孙伟认为,大多数消费品公司资本开支小,资产都很轻,基本上股东能享受公司成长的所有回报,不像一些制造业、科技类公司需要不断融资,可能最后市值涨了两倍,但股东只能赚到一小部分。因此,消费股在这一点上是有优势的,估值容忍度可以高一点。

蒋卫华认为,在品牌消费品中,情绪

价值一直都广泛存在,“以前的奢侈品,我们更多考虑彰显身份等对外的情绪价值,现在更多考虑悦己的情绪价值,但回归到投资,需要更多地从客群、支付能力、渗透空间等方面去考虑产品的增长空间与确定性,再考虑潜在的回报率不具备吸引力。”

需要注意的是,针对“情绪价值”的投资,还需警惕高景气度带来的泡沫。

孙伟认为,目前“情绪价值”的投资景气度比较高,而景气投资最大的挑战是,当业绩等经营数据出现波动时,高估值的公司股价波动会特别大。因此,在组合管理和风险控制方面,需要遵循三个原则:一是当个股因短期市场热度极高而出现估值溢价时,适当降低持仓比例;二是面对企业基本面数据波动时,需要判断其影响因素,是短期扰动还是已至趋势拐点;三是在估值维度,要警惕高拥挤度赛道的调整压力,选择处于合理估值区间的成长股。

蒋卫华认为,当前,悦己型消费的投资与之前的品牌类投资相似,由于传播具有非线性,产品与品牌飞速发展时会带来供应链、舆论传播以及企业内部管理等方面的压力。如果处理不好,这些方面的压力会带来产品生命力下降,“我们要多从消费者美誉度、企业内部管理效率等多方面,去考虑产品与企业的发展趋势。”

“Z世代”渐成消费主力军 新时代有新时代的企业

以“情绪价值”为核心的新兴消费,是否会颠覆传统消费的地位?关于这一点,目前基金经理看法不一,但他们普遍认为,悦己类的“情绪价值”公司,市场空间仍很高,需要找出真正具有阿尔法的好公司,而传统消费领域经历了近四年的调整,也正在释放更多积极信号。

“年轻消费者消费行为的改变,一定程度上影响了传统消费。过去,传统消费的增长很大程度上依赖于消费升级,比如过去消费者可能愿意选择更高端的产品。如今,年轻人的消费观越来越成熟,追求消费的性价比,不愿意为商品支付过高溢价,更愿意为快乐买单,为自己的兴趣爱好消费。”孙伟表示,这种改变带来了投资逻辑的转换,大消费行业的投资逻辑已经从过去寻找明显受益于消费升级的子行业,转向挖掘景气度正在提升的那些子行业。

“一个时代有一个时代的企业,那些积极进取而能够发掘出消费者未满足需求的公司,总会受到市场奖赏。很多传统消费品类的需求已经得到了较好的满足,而悦己类的需求空白仍然较大,我们对这些新的领域保持积极关注。”蒋卫华说。

李海表示,坚定看好消费板块的投资机会,目前的投资策略以新消费为“矛”、旧消费为“盾”,会继续在新消费领域挖掘比较具有成长性的机会。李海认为,新消费的崛起主要得益于四个方面的因素催化:一是新的消费人群,“00后”成为消费中坚力量,带来了区别于其他代际的消费需求;二是新的消费渠道,互联网及人工智能的发展带来了消费渠道的变革,为新品牌的诞生提供了机会;三是新的市场,中国上亿级别中等以下收入的市场,蕴含着巨大的投资机会;四是新的消费品类,比如宠物食品、功能性饮料等。

孙伟认为,整体而言,市场仍值得保持乐观。近期,经济数据中复苏的信号在集聚,比如快递外卖订单量、出行旅游人数、招聘用工的薪酬变化、部分通用机械的订单数据等,都开始出现了积极的变化。后续,如果这种势头能延续,会有更多行业数据出现亮点,右侧的信号也会越来越明显。目前,可重点关注的首先是增速较快、景气度较高的新兴消费领域,这个新兴赛道呈现了四大方向:一是情绪消费,如文创国潮、宠物经济、银发经济等;二是科技消费,人工智能(AI)等技术将催生新的消费场景,如AI陪伴、智能家居、智能驾驶等;三是平价消费,近年来主打高性价比的品牌明显崛起,把握住了下沉市场带来的增量机会,如平价奶茶、平价零食等;四是消费出海,在国内竞争中脱颖而出的企业,也有望在海外市场占据优势,如潮玩文创、游戏等。此外,后续还可重点关注经济复苏的节奏以及关税形势等变化,视情况而增加和经济关系度高的传统消费行业的配置。

A股按下优胜劣汰“加速键”,年内已有140余家上市公司遭到“披星戴帽”。在实施风险警示后,这批公司多数出现股价重挫,重仓基金“受伤”也在所难免。不过,公募基金“踩雷”的比例仍然较低,且多数属于ETF等被动资金。

值得一提的是,尽管公募基金对于ST股的兴趣较过往已大幅下滑,但仍有部分上市公司在有可能摘帽之际被公募关注。近日,类似公司的机构调研会就吸引了相关公募基金参与。

“披星戴帽”时公募还在场?

随着年报披露完毕,多家上市公司基于新“国九条”规定被实施退市风险警示。Wind数据显示,在优胜劣汰节奏加快的背景下,年内已有超过140家上市公司被实施ST,4月30日、5月6日就分别有43家、27家上市公司“披星戴帽”。

多数被实施退市风险警示的上市公司,在公告披露后均出现了股价重挫,使得一些布局其中的公募基金也颇为受伤。

4月30日,中广天择公告称,因2024年度经审计的利润总额、净利润、扣除非经常性损益后的净利润孰低者为负,且扣除与主营业务无关的业务收入和不具备商业实质收入后的营业收入低于3亿元,公司股票将被实施退市风险警示。公司股票在名称变更为“*ST天择”后,5月5日、6日连遭跌停,其间股价一度触及15.59元/股,创下一年多以来新低。

作为AI传媒概念股,*ST天择在去年一季度的表现尤为亮眼,股价在一个多月的时间内实现了翻倍,并一度触及44元/股的高位,吸引了多家公募基金参与布局。截至今年一季度末,基金对该股重仓比例约为5.57%,达到历史新高。比如,朱少醒管理的富国天惠精选成长持有该股385.37万股,合计市值约为9900万元,位居第二大流通股东。另外,富国优化增强、富国稳健增长等多只基金,亦对中广天择有所布局。

此外,主营业务为陶瓷产品设计、研发、生产的松发股份,因公司2024年度经审计的扣除非经常性损益前后的净利润低者为负值,且扣除与主营业务无关的业务收入和不具备商业实质的收入后的营业收入低于3亿元,公司股票名称变更为“*ST松发”。截至今年一季度末,基金对该股重仓比例高达7.09%,博时主题行业、华夏产业升级等均现身该股十大流通股东名单。

公募“踩雷”比例较低

虽然个别主动权益基金的持仓遭遇了上市公司的退市风险,但总的来说“踩雷”比例仍然较低。上述140余家上市公司中,仅有19家背后有基金持仓,且多数为主题ETF等基金的被动布局。

华南某大型公募的渠道人士表示,基金公司针对上市公司的股票池,会细分为基础股票库、备选股票库、核心股票库以及风险股票库,一些在合同上有明确投资范围限定的产品,还会有风格股票库和禁止库的安排。总体上,股票入池也是一个层层筛选、逐级淘汰的过程。拿其中最关键的从备选库到核心库来说,研究员要针对备选库内的好股票提交最近一段时期内的深度研究报告,经过研究部负责人审定后,组织召开投研联席会议,大比例获得通过后,才有可能将其入池到核心库中。

“进入核心股票池,也并不意味着一定会被公募基金买入,这个还要根据基金经理对这只股票的判断以及与产品风格的契合度等因素来考量。在这个层层筛选的过程中,基本面是最重要的标准,流动性也是入库的应有之义。”因此,经过上述几轮环节的淘汰,基本面较差或经营情况面临风险的ST股早已被筛选殆尽。该人士还表示,近期那些被ST的股票,大多数公司质地很差,一般不会获得入库,如果持有的个股“爆雷”或被冠以ST,也会择机斩仓。

华东某基金公司的基金经理也透露,在新“国九条”发布后,该公司的投资决策委员会加紧对纳入选股池的风险指标做出调整,调出了风险系数增加的部分个股。

而部分被ETF基金持有的个股,公募基金的处理方式也各不相同。有公募基金人士表示,由于被动跟踪指数,指数型基金对ST股的配置往往并非基金经理自行决定。新“国九条”发布后,指数产品对组合内持有的ST股的处理方式因基金而异,有些会及时将其剔除,也有一些选择暂时保留。

风险出清后仍有投资机会

在严格执行退市制度的影响下,上市公司的“壳价值”大幅下降。从近年来公募基金对ST股的持有变化来看,具备专业性和定价权的公募基金对ST股的兴趣较之过往已经大幅下滑。不过,即使现在在“戴帽”但未来有可能摘帽的一些上市公司,依旧会被公募关注。

比如,去年11月因财务造假遭ST的ST华通,在实施风险警示后连续走出四个跌停板,随后股价强势回温,截至目前反弹幅度超过了80%。数据显示,今年一季度末,有22只权益类产品对该股有所布局。5月6日,ST华通的调研活动还吸引了鹏扬基金、泉果基金、泰康基金等多家公募参与。

此外,*ST铤昌在4月举办的调研活动中,还吸引了包括银华基金、东吴基金、民生加银基金等公司参与。在被问及如何撤销退市风险警示时,该公司表示,2025年一季度公司营收高增长,净利润扭亏为盈。随着行业需求快速复苏,公司在手的订单及项目显著增加,公司将全力扩大经营规模、提高盈利能力。

前述华东公募基金人士透露,如果基金经理想配置这类股票,要经过比较复杂的审批。基金经理需要写研究报告并向上报送,由投资决策委员会投票作出决定。“但在强监管的态势下,基金经理没有必要配置风险越来越大的ST类个股。”该人士表示。

证券时报记者 赵梦桥

市场按下优胜劣汰“加速键”
公募基金努力出招应对