

## 同犇投资 童驯：从券商到私募，投资从来没有躺赢

*“未来行业面临洗牌。我们认为，白酒行业的总体集中度会随着消费升级而不断提升。未来，没有品牌根基的小酒厂将被淘汰，而行业黑马出现的概率会越来越低，大型酒厂的品牌优势和规模优势将逐步体现。*

*一线地区经济发展速度有所放缓，超高端白酒销量增速将面临压力。二三线地区消费增长潜力巨大，中价位白酒的空间巨大，目前正在经历着由喝低档酒向中档酒转变的消费升级。*

*在白酒行业收入集中度提高的同时，利润集中度也逐渐增加，从而也推动了龙头企业的盈利能力。因此我们认为，白酒行业未来的市场集中度会进一步继续提高。”*

这是十多年前，童驯在推荐洋河股份的研究报告上对行业格局的表述。虽然当时看有些平淡无奇，但其后十年白酒的行业格局基本是这样演绎的。而洋河股份自他在2009年11月上市首日开始推荐以后，到2012年7月绝对涨幅已达327%，同期大盘却下跌了32%，洋河一战奠定了童驯在白酒行业金牌分析师的地位。2008-2012年连续5年，童驯获得新财富食品饮料行业最佳分析师第一名，2011年的新财富得分甚至远远超过第二名得分。当时流传着这样的说法，“白酒行业的研究分析，只需看童驯一人的研报”。

这么多年过去了，现在调研一些私募公司的大佬，提起食品饮料行业，提起白酒行业研究的分析师，对方往往尊称他一句“童老师”。

### 源起于对数学的热爱

童驯的职业生涯起点是金融工程，据他所说，主要是因为“数学学得好”。高中时，童驯便在全国数学竞赛中得了第一名，本科税务专业，研究生读了上海财经大学的统计学专业。2002年毕业后，他进入证券研究界的黄浦军校——上海申银万国证券研究所，担任金融工程小组的分析师一职。

一年后，申万从各个小组抽调人员，组成行业比较小组。2003年的市场和现在不一样，每个行业、每年都有一定的机会，当时以及往后很多年的时间，行业的轮动配置甚至成为一类比较重要的投资方法。而申万首创的行业比较，用“景气+估值”的框架将所有行业进行横向比较，目的在于寻找未来一段时间能够取到超额收益的行业或品种。该分析框架的理论基础是经典估值理论，股票估值分为分子端和分母端的两个问题，行业景气解决分子端的问题，盈利变化是描绘行业景气的主要变量，而估值解

决分母端的问题，即绝对估值和相对估值的综合运用。从逻辑上来看，超额利润会取得超额收益，而估值体系相对稳定时，存在均值回归倾向。这一研究方法领风气之先，后来升级为“驱动力+信号验证”、引入市场特征等，成为申万研究的特色之一。不过，这都是后面的事情。2003年在申万刚成立行业比较小组时，童驯在领导的推荐下加入，在金融工程研究之余开始兼职做行业比较，一做就是六年，甚至2007年从金融工程小组调入了食品饮料小组，行业比较的工作也未停止。

2007年，童驯决定扎根进某个行业做研究，领导给了两个选择：当时热门的石化行业，或者是食品饮料行业。童驯选择了后者。这一事后证明非常具有远见的判断其实正是基于行业比较小组的那段工作经历。在行业比较中，他清晰认识到，食品饮料行业可以看得很长，同时，在研究上更能做深做细。知行合一，童驯在草根调研上下足功夫，有媒体报道说，“几乎不会有人否认，申银万国的童驯是白酒行业最勤奋的分析师。”功夫不负有心人，童驯在加入食品饮料小组的第二年就开始赢得券商分析师“奥斯卡”——新财富的认可，而且根本停不下来，随后连续五年拿了新财富食品饮料行业最佳分析师第一名，业界罕见。现在回过头来看，当初无疑选择了一条正确的道路。

### **聚焦大消费，但并非躺赢大消费**

同犇创立之初正值私募行业方兴未艾，成为一家什么样的私募是每一位创始人必须思考的问题，但童驯似乎很快有了答案——价值投资，消费为王。按他的说法“当年是直接印在名片上的，‘同犇投资——聚焦大消费’”。

但命运似乎从来不是按照既定的方向。同犇赚的第一桶金其实是TMT行业。“2015年受到三公消费政策打压，整个高端消费板块都在调整。当时“互联网+”叠加杠杆牛市，经过行业比较之后，我们决定去分享TMT泡沫。客观讲，那时不算价值投资。但消费行业确实在那个时段无法投资，因为增速太低了，所以极端情况下大消费行业没机会的时候，才会选择其他的。但是极端情况过去了之后，大消费依然是我们坚守的初心。”

如果不回顾同犇初期的投资，是否会片面的将其定义为一家只投消费、或者白酒的私募。但实际上，同犇是基于行业比较选择了聚焦消费，但不是躺赢在消费、或者白酒上。

完整的理解同犇投资，应该是三句话：“1、基于深入基本面研究的价值投资；2、基于行业比较思维的大消费投资；3、价值投资、消费为王、做时间的朋友。”第一句话的含义在于价值投资的先决条件是深入研究、紧密跟踪。第二句话则有三层含义，第一，同犇选择大消费、深耕大消费是基于行业比较的结果，长期来看，消费的机会更确定，更容易把握。第

二，大消费行业内部也需要通过行业比较去优选高景气的细分行业。比如纺织服装行业属性相对就差一些，零售百货受电商降维打击，冲击也不小。第三，极端情况下大消费都没有机会的时候，会通过行业比较选择其他投资机会。

同犇之所以聚焦消费，在童驯看来，是因为消费是最适合价值投资的行业。从行业属性来看，消费行业有非常多的天然优势：轻资产、高现金流、稳定性好、周期性弱、受宏观经济影响较小；消费行业的增长持续性强，受益消费升级，优秀消费品公司随着渗透率的提高和集中度的提升能够不断成长；消费行业的盈利能力强，因为面向 c 端，可以形成差异化的产品力、品牌力，可以获得比资源品及工业品更高的毛利率，且其周转快于工业品，因此整个行业的 ROE 水平更高，更容易受到权益市场长期青睐。从历史数据来看也是如此，全球消费品行业更容易出“长跑冠军”，1957-2003 年美国年化收益率最高的前 20 只股票中，11 只来自日用消费品，6 只来自医药；过去 20 年（截至 2020 年底），申万行业指数涨幅前四的都属于大消费，分别是食品饮料、休闲服务、医药生物、建筑材料。

大消费那么多细分赛道中，白酒是其中当之无愧的皇冠明珠。童驯总结白酒的八大特点：

- 1、属于典型的快速消费品行业，快速消费品比耐用消费品行业要好；
- 2、受益于消费升级，价格带很宽，同时是一种面子消费，具备社交属性；
- 3、行业的进入壁垒很高，护城河较宽；
- 4、行业的研发投入很少，现金流很好，是典型的轻资产行业；
- 5、产品没有保质期，越放越升值；
- 6、行业的集中度仍然较低，高端酒的占比不到 1%，未来高端和次高端潜在的空间仍然较大；
- 7、高端白酒价量齐升，价格可随居民收入提高而上升；
- 8、与中国文化息息相关，如酒桌文化、面子文化，本质来看中国文化走多远，中国白酒就能走多远。

### **在持有好公司股权与控制系统风险中平衡**

在采访中，童驯坦言“对于价值投资者而言，真正的风险不是净值的短期回撤，而是把优质公司的股权搞丢，这是我们 2020 年最大的教训和感悟。”这一反思首先出现在同犇 2020 年 6 月给投资者的月度运作报告中。报告中写道：“我们在 3 月暴跌那几天大幅减仓，如今回头看当时过于悲观，基本卖在了阶段性底部，也直接导致了后续操作的被动局面。当时减仓的原因是多方面的，例如担心疫情国内二次输入、美股两周 4 次熔断前所未有、产品风控

层面的考虑等等，总体基于回避不确定性风险的考虑。但回头看，我们当时忽视了几个重要因素：货币及无风险收益率下行背景下对 A 股优质资产的估值支撑；外需担忧背景下追求相对收益的资金会向内需板块转移。这次操作的失误对我们产品净值表现有很大影响，也让我们深刻感受到对于价值投资者来说，因担心系统风险而大幅减仓，一不小心丢失原本长期看好又有核心竞争力的优秀企业的股权。从这个角度而言，我们也建议客户不要太在意短期的净值波动。”

对私募来说，在长期持股与控制回撤之间一直是戴着脚镣跳舞。同犇也面临过这样的挣扎。

成立以来，同犇有过四次大的减仓，这四次减仓的逻辑大体一致，即市场上存在大的系统性风险：第 1 次是在 2015 年 6 月，股灾牛市泡沫破裂果断降仓；第 2 次是 2016 年熔断后全年仓位不超过 5 成；第 3 次是 2018 年基于“经济下滑、去杠杆、贸易战、美联储加息、国进民退”五大利空的担忧，逐步减仓至 2-3 成；第 4 次是 2020 年 3 月，主要是基于对海外疫情爆发二次回流至国内、美元流动性危机等多重因素叠加的担忧。

对于基本面的投资选手来说，最优解就是长期持有最好公司的股权。然而，对于产品而言，面临着客户对净值波动、回撤感受的制约。天平两端能够往哪一方倾斜更多，取决于投资者对基金公司、投资经理的信任程度，越是了解，越是信任，可能对短期回撤的容忍度越高。

如果重回 2020 年 3 月，很难说童驯会不会做出不一样的抉择，有着绝对收益理念的他会不会因为水大鱼大就不顾对基本面的担忧？但经过这次，相信童驯会更加重视“卖丢优秀公司股权”风险的考量，在长期持有好公司股权、基本面担忧和净值回撤风险之间做出新的平衡。

### **深入研究来源于紧密跟踪**

童驯把同犇的选股标准概括为找到“五好公司”：一是行业属性和商业模式好；二是行业景气度向上；三是公司具备核心竞争力，且管理团队优秀；四是公司未来盈利保持较快增长；五是价格好，即估值可接受，当下尚未被明显高估。除此之外，童驯强调，要想在竞争越来越激烈的这一行中胜出，“比拼的是研究理解的深度以及跟踪的紧密程度。”

童驯用十几年的时间搭建了一张由消费品经销商组成的跟踪网络，能够让他更快、更多地获得领先市场的一手信息。在对研究员的培养上，他也非常看重这方面能力的积累。童驯举了一个例子，“消费品研究非常看重人脉的积累，每个研究员都需要有这种意识。上个月

有家我们跟踪的公司在广东开年度经销商大会，等一天下来会议结束的时候大多数人都离开了，我和我们研究员没走，而是留下来继续和在场的参会人员交流，直到将近晚上 12 点会场关门的时候，最后我们认识了几十个相关的一线经销商。”

套用童驯对消费品公司看重的产品力、渠道力和品牌力来分析，同犇也是颇为符合消费品公司的审美。2014 年至今的长期业绩奠定了同犇的产品力，2019 年渠道开始发力至今收效明显，品牌力方面，“大消费”和“同犇”的联系逐渐在加强。

凭借白酒、新财富在券商奠定了江湖地位，而他却出圈转战私募。已是食品饮料研究专家，仍持续进击拓展能力圈。从券商到私募，投资从来没有躺赢。

## -----第一部分和第二部分访谈分割-----

### 立足于大消费

**好买：你是直接从行业分析师转行创业做私募，有遇到什么困难吗？**

童驯：的确，从卖方直接转型做私募的人是不多的，做成的就更少了，做研究和做投资还是有差异的。我之所以当时敢转，背后是有特殊原因的：

第一，我在申万研究所工作了整整 12 年，大家知道，申万研究所是证券分析师的“黄埔军校”，在那里我接受了方法论的系统性训练。**如果是做价值投资，基于基本面研究的投资，那投资和研究在方法论层面是相通的。**

第二，我看了 7 年的食品饮料行业。消费本身是非常好的行业，其中食品饮料行业属性尤其好，这也是为什么过去 21 年申万一级食品饮料行业涨了 27 倍（这里面有个行业更夸张，就是白酒行业，过去 21 年的涨幅是 80 多倍）。所以说，我擅长的领域、我的能力圈本来就是一个很好的行业。反过来说，如果当时我不是看了 7 年食品饮料而是看钢铁、煤炭或者其他行业，我根本不敢出来创业。**往后看，食品、医药这两个行业的表现还是非常靠前，不敢说数一数二但是肯定在前面，背后的原因是什么呢？因为这两个行业有一些共同的特点：第一，都是必需品；第二，永不过时；第三，都是和“嘴巴”有关；第四，都是和健康相关。所以这两个行业的持续性会非常强，从申万 28 个一级行业里面去找真正能够和这两个行业 PK 的，短期和长期会发现都很难能够找到。**

第三，还要感谢 6 年行业比较的训练，这个对我的帮助很大。策略研究的核心问题有三个：大势研判、行业配置和主题选择。但实际上真正有含金量、有价值的是行业配置，所以 6 年的行业比较研究培养了我一些大局观。研究员和基金经理中间需要跨越的重要一层就是

行业比较和全局观，在申万的时候我就已经准备好了。**这也是为什么一出来创业我们就定位大消费。当年是直接印在名片上的，“聚焦大消费”。假如我没有做过行业比较研究，我是不敢这样定位的，一定会心虚，只有做了扎实的行业比较研究才能拥有这样的坚定。**

**好买：现在基金抱团食品饮料，行业比较作用不大了吗？**

童驯：不是作用不大。其实行业比较的思维是非常有用的，比如好多人就看不明白为什么老是抱团，抱团的这些东西涨了这么多为什么还是在涨？实际上，从行业比较的角度来说这个问题就会想得比较明白。

第一，十多年前，每一个行业都是景气的，所以当时会有行业轮动，28 个行业轮着来（注：申万一级行业共有 28 个），大家都有机会。但现在不一样了，28 个行业里可能有一半以上是不景气的，总体增速是向下的。比如，传统的钢铁和煤炭，尽管经济预期不断复苏，但是也是阶段性的好，大家觉得这些没有未来，有些钱就不愿意去赚。

真正景气的是什么呢？现在大家都在讲消费、医药、科技。这些是长期景气的，也就是说看十年二十年，这个行业的空间巨大。其背后的深层次原因是国家经济结构转型，2015 年之前是靠投资拉动经济增长的时代，2015 年之后消费增速超过了投资增速，成为了经济增长的主要驱动力。所以之后大家对消费的关注越来越高，这个也是行业比较。

**现在景气的行业少了，所谓抱团就是说在剩下的景气行业里面轮动。**

第二，投资者结构的变化。参考成熟资本市场的投资者结构变迁，A 股投资者去散户化是必然的趋势，以私募、公募为代表的专业机构投资者占比将不断提升，机构投资者更青睐基本面优异的个股，更多是看未来有没有成长性。同时机构投资者的头部化效应也会加剧这一点。

因此，行业比较是很重要的。

**好买：共识已经形成，如何在研究上形成优势呢？**

童驯：虽然形成了共识，但是没有那么简单。首先，那些“香饽饽”行业并非一直都有所表现，以 2020 年为例，先是科技表现好，然后是医药、消费，又比如在消费行业内部，先是大众食品受关注，后面白酒表现好。行业景气的边际变化非常重要，这里又体现了行业比较的重要性。

然后更重要的是 PK 对行业、公司的认知深度以及紧密跟踪程度。

**以前大家觉得把一个公司未来三年看清楚就差不多了，现在不是这样的，现在往往看的**

更远，要看未来五到十年大的趋势是什么样的。因为这个市场上聪明的人太多了。

好买：定位大消费，是不是相当于一个行业基金？行业分散一点会不会比较好？

童驯：我们前几年比较集中，后来随着我们研究团队不断壮大，我们的能力圈也在不断拓展。但其实就截止目前结果来看，如果集中在食品饮料，可能业绩会更好。但未来我们还是会继续壮大投研团队，提高投研实力，拓展能力圈。另外，**我们聚焦大消费，不是说只买食品饮料，大消费的范围非常广，包括食品饮料、医药、物业、消费电子、教育、轻工、新能源、互联网等行业，我们相信，在中国这样一个拥有 14 多亿人口的巨大消费市场中，有核心竞争力、高护城河的优秀消费品、消费服务类企业拉长时间会有非常可观的投资回报。**

好买：从投资者角度来看，同犇怎么和汇添富消费行业、易方达消费行业这些公募基金区别开来呢？投资者为什么不直接买那些产品呢？

童驯：其实论业绩，我们 2014 年 3 月成立的产品业绩提成后的业绩到 2019 年年底比公募第一名还好。到 2020 年底，比公募第一名少一点点，但是我们费后还是比公募的第二、第三都高。这还是在 2020 年仓位扯了很大后腿的情况下。另外，公募的第一名并非每年都是同一只基金。

对一般投资者来说，

第一 公募有利有弊。利的地方在于仓位要求他们必须高仓位运作，这点在 2020 年格外显现出了优势，弊的地方在于如果碰到大的系统性风险，例如 2018 年，他们回撤就会更大。

第二 在管理规模上，管几百亿和管几十亿的精力肯定不一样。

第三 跟客户的交流沟通上，私募各方面交流会更多一点，客户服务更到位一些。

第四 公募对于投资限制方面的要求会更多，比如单票上限就是 10%，私募相对更灵活一些，如果非常看好一只股票，可能会重仓 20%甚至更多。

所以总体来说，私募比公募有几个方面的绝对优势：第一，在遭遇极端市场行情的时候风险控制更强；第二会跟客户交流更充分，让客户拿得住；第三，管理规模相对可控；第四，基金经理不会离职。

## 投资之道

**好买：公司得以立身的赚钱之道是什么？**

童驯：**我们的投资理念核心是两句话：基于深入基本面研究的价值投资和基于行业比较思维的大消费投资。**

我们不是投机，而是价值投资，而且这个价值投资不是大家理解的所谓的“买入低估值”，**价值投资的核心首先是对一个企业当下内在价值，以及对这个企业未来价值曲线走势的研判。其次，是需要动态和长期的去跟踪。**

我们把未来现金流折现拆分成两个问题来考虑，一般大家理解是判断当下时点是高估还是低估。比如一个公司，现在市值是 100 亿，当下的内在价值是 90 亿，如果直接静态分析的话，会觉得现在高估了，需要卖掉。**但真正优秀的公司，内在价值是随着时间的推移不断往上走的。**所以，如果一个公司现在的市值是 100 亿，当下的内在价值是 90 亿，被高估了 10%，但是，明年它的内在价值可能是 120 亿，后年是 150 亿，这种情况其实就没必要卖，像这样去思考问题的话就完全不一样了，哪怕短期高估一点，但是因为价值曲线会不断往上走，所以不要紧。

**好买：那您把折现两阶段模型中第一阶段（快速增长阶段）的年限放多长呢？**

童驯：**现金流折现模型的真正奥妙不在于第一阶段，在于第二阶段的永续增长。**

比如海天味业，为什么市盈率过去几年只增不减，如果纯粹从成长性来看，收入每年增长 15%，利润每年增长 20%，似乎并不快。为什么它的估值这么高？核心就在于永续增长。海天的永续增长率能达到 3%-4%，一般的企业永续增长率只有 1%左右。

最近几年市场两极分化比较严重，一些顺周期行业比如银行、地产，估值始终在低位，但是像消费一些行业估值不断向上，这是很有意思的。背后的原因其实在于整个宏观经济增速慢下来了，跟投资相关的一些行业和公司增速也在不断变慢，所以估值不断下移。但消费总体还在相对稳定地增长，叠加整个社会的无风险预期收益率不断降低，所以消费的估值相比就更高一些。

**好买：另外，您是如何判断公司的商业模式的？**

童驯：主要是依据波特五力模型。还是拿白酒举例，波特模型考量的五个因素：1. 上游的议价能力：白酒的上游是农民，议价能力很弱。2. 下游的议价能力。白酒的下游是消费者，消费者其实也没有议价能力，因为白酒的品牌力太强了。3. 替代品。原来觉得红酒能替代，最后发现根本替代不了。4. 潜在竞争者。白酒的护城河很宽，竞争壁垒很高。5. 行业

格局，我之前讲过。

**好买：您做行业比较是“老法师”，那么行业景气度如何去跟踪呢？**

童驯：行业比较的核心是对长期、中期、短期行业景气度变化趋势的判断。我们认为最理想的公司不是短期行业景气度高的，而是长期、中期、短期都具备高景气度。如果量化的话，就是收入、利润的增速以及增速的变化。

**好买：您怎么去研究估值？您的理想标的是“五好公司”，这些公司估值都不低，有些机构买股票几乎不看估值，只要是好公司就买。您怎么看？**

童驯：影响估值的因素非常多，总的来看包括企业盈利、无风险收益率、风险偏好、资金偏好等等。2020年的结构性牛市，主要就是流动性驱动下全球无风险收益率下移。

另外，估值也要有行业比较的思维。研究消费的东西，如果不从行业比较的角度，会更加难以理解。有些估值不断创新高，还有一些不断创新低。我们的“五好公司”框架里，有一条标准叫“估值可接受”，所以我们的确是不敢买太贵的东西。

我能理解它估值的逻辑，但是不表示我就要去买它。

**好买：那公司好不好怎么看？**

童驯：**公司好不好对消费品企业来说，核心看管理团队，再细一点，就是看管理团队对产品力、品牌力、渠道力的把控能力，以及对这三个力的持续创新能力。**

三个力里面当然终极PK是品牌力，抓住消费者的心智，这是消费品企业很重要的一点。

**好买：十年前高端白酒可能大家都说五粮液，后来茅台居上，它做对了哪些事情？**

童驯：茅台本身的品牌基因就不错，周恩来等都很喜欢，曾经也是老四大名酒，本来的江湖地位其实也是很高的。只不过一开始茅台增长没那么快，五粮液的增长反而很快，因为五粮液在那个年代逆势涨价，所以做成了老大。后面，茅台为什么追赶上来呢？第一，从产品力的角度来说，它一直狠抓产品，丝毫不松懈，加上工艺本身也是酱香型酒，放个三年各个方面比人家好，这种文化就传承了下来。其次就是做团购。那个年代酒不好卖，但他们有一个首创，就是把白酒送到军队、部队慰问，还有政府部门，最后实际上就形成了意见领袖。加上前面说的品牌根基在那里，后面就赢的很轻松了，因为品牌力已经深入人心了。

## 风险管理

**好买：来聊下仓位的事儿，今年降仓好像是错了，还不如不降仓的公募。（注：采访时是 2020 年末）**

童驯：对。这两年其实公募更容易做好。做私募很考验人，因为是做绝对收益。比如说今年因为疫情全球流动性宽松，结果估值不断往上涨，这就很讨厌，因为买不下手。

为什么三月份的时候卖？我们当时更担忧出现极端情况下的系统性风险。当时，疫情海外发展迅猛，会不会二次回流，会不会影响两到三年，谁也说不上。那我就先观望一下再说。

另外还有一点是出于对产品的风控考虑。当时产品净值一下子回撤近 10%，必须要降低仓位。但是公募是做相对收益反而不用担心，这是完全不一样的心态。

**好买：如果回过头去，再回到 3 月份的情景，还是会降仓吗？**

童驯：当时降仓是基于几个因素的叠加：

第一，我们当时与好几个经销商交流，大家都比较悲观。那个时候白酒某龙头的价格从去年 2600 跌到 1930，有的经销商预计还会继续下跌。但实际上从 1930 之后就没有继续往下了，甚至一路往上涨到 2800，所以说经销商们也看错了。

第二，我去向一位对疫情研究非常深入的老同事请教。当时他有两个判断，首先海外疫情会控制不住，欧美会超过百万例，这个判断回头来看是非常正确的。第二个判断是国内疫情会二次爆发，短期很难防控。总体上也是非常悲观。

以上两点才真正把我吓住了，因为国内疫情如果控制不住，就不是短期对股价的阶段性扰动，而是可能会影响中长期基本面逻辑的问题。

所以，再回到 3 月份，我可能还是会选择降仓，这真的不好说。

**好买：离行业内的人特别近，反而会影响判断？**

童驯：这次其实比较特殊，新冠疫情谁也没有遇到过。但多数情况下，经销商的判断还是比较准确的，因为他能感知到很多动量。所以调研对投资的影响整体肯定是正面的，对公司了解的越清楚，对未来现金流的判断才会越准确。比如说 2016 年，经销商能明显早地感知到行业的复苏。今年情况特殊还在于，这一波从 3 月下旬的反弹，是流动性堆砌的上涨，并非基本面好转，基本面的复苏相对滞后。

### 好买：在操作中如何做净值风控？比如止损、仓位管理？

童驯：不同的产品可能会不一样。比如新产品净值 1.2 以下，仓位一般控制在 5 成以下，如果下跌到 0.95 附近，也是必须要降仓位的。当然也会结合当时的市场情况，但总体是基于这样的原则。

正常情况下我们仓位普遍较高。只在两种情况下我们会卖股票，第一种情况是碰到很大的系统性风险，比如说 15 年股灾、16 年熔断、18 年五大利空（经济下行、去杠杆、中美贸易战、美国加息、担心国进民退），2020 年这次严格意义上其实不属于系统性风险，更像是很大的不确定性，非内生的。第二种情况是行业景气下行和公司基本面发生恶化。

### 好买：在招聘研究员的时候有什么要求？

童驯：研究员招聘的话，我们标准还是挺高的。第一必须是名校毕业，这是最基本的。因为做的是研究的工作，原来学习成绩不好，很难研究的好，这是一个必要的条件，但不是说充分的条件。

第二，理念要和我们吻合。价值投资，不能整天投机或者搞博弈。

第三，注重人脉的积累。投资机会的发现往往需要找出“预期差”，预期差是指对公司的研究预期与市场对它的研究预期有明显的偏差。如何才能找出预期差？只有多认识些产业内的人，多方面印证，才能使判断更接近实际。

### 好买：发掘“预期差”，会不会更像博弈？

童驯：不是博弈的概念。举个例子，一个公司现在市盈率是 40 倍，市场一致预期公司未来两年每年增长 20%，预期差是指通过研究发现市场对企业的盈利预期不对，比如说你发现企业明年开始可能要提速，可能明年增长 25%，后年增长 30%，这个时候就有预期差。

当然我们没有那么简单，不是说只看预期差，我们会结合几个要素去看。我经常和研究员说，一个公司未来 12 个月的股价变化取决于四个因素：首先是当年盈利预测的上调幅度，第二是下一年度的成长性，第三是未来 12 个月的估值变化，第四是分红收益率。所以说除了预期差，我们其实会综合更多的因素去判断。

### 好买：投资过程中有什么教训吗？有买错股票的时候吗？

童驯：今年 3 月份判断失误就是教训。让我们感悟到**对于价值投资者而言，最大的风险不是净值的回撤，而是把优质公司的股权搞丢**。买错股票的情况当然有，比如今年我们看好

某个行业，虽然重仓了龙头，但也买了一点点不是龙头的港股公司，这个事后看就发现其实买错了。虽然盈利预测没有问题，业绩增长 40%以上，估值始终上不来。后来我们认为背后的原因是港股市场有龙头溢价，不是龙头的就估值折价。这个特点也是在我们有了教训之后才理解的更加深刻。所以客观讲，每个市场的估值体系理解起来都会不一样，能做的只有更加尊重市场。

**好买：您如何定义同犇的核心竞争力？**

童驯：

第一，我们聚焦大消费这条非常好的赛道，我们比其他人对这点想的更明白，这是第一个核心竞争力。

第二，从研究深度的角度来说，在大消费中，特别是某些细分行业，我们还是非常有自信的。

第三，我们对人脉积累的重视，近二十年的从业经验告诉我，这对长期的研究工作是很有帮助的。

**好买：公司发展到现在，您觉得做过最成功的决定是什么？**

童驯：聚焦大消费的战略定位，坚守大消费这条赛道来深耕和长跑，这非常不容易。