

基金经理 探讨AI“软硬件再平衡”



◎记者 陈玥

当前,市场风格开启了新一轮的“温和再平衡”。基金经理对存储、算力、硬件等前期热门方向的看法存在一定分歧,而 AI 应用的热度逐步提升。对于应用端走强,基金经理倾向于将其理解为 AI 主线内部的资金再平衡,而不是资金流出 AI。此外,材料、电源、液冷等细分赛道也得到越来越多专业投资人的重视。

共识与分歧

尽管 8 月以来科技股有所反弹,但基金经理的“科技信仰”依然面临严峻考验。

“当前,医药、有色、科技等板块轮番演绎,部分前期超跌的板块反弹弹性更大。科技板块前期调整幅度较大,内部反弹已出现明显分化。本轮反弹大方向有望延续,但不会一蹴而就。”南方数字经济混合基金经理王博表示。

AI 的基本面是否发生变化?对此,多家机构认为 AI 的基本面依然处于高景气周期,调整更多是基于交易行为。

“宏观层面,地缘局势不确定性仍存,但市场已逐步对这类扰动脱敏。相关因素可能更多影响的是短期交易情绪,而非 AI 产业本身的资本开支和商业化趋势。基本面上,全球云厂商财报的持续验证,正在打消市场对 AI 资本开支回报的担忧。关于科技板块后续表现,仍应观察需求、订单与盈利兑现情况。”易方达基金表示。

南方基金认为,AI 算力需求的爆发式增长正驱动行业进入新一轮扩张周期。英伟达等公司加速布局 AI 基础设施,新一代 GPU 采用先进散热方案应对高功耗挑战,凸显芯片产业链的景气度。尽管市场对英伟达的融资模式存在一定疑虑,但 AI 工厂作为智能时代基础设施

的定位明确,需求真实且来自多元化商业场景,独立机构投资者的参与将进一步夯实行业发展基础。

银河基金表示,近期国产大模型密集迭代,多家公司发布参数模型,某国产大模型公司计划上调 API 定价。从“低价抢市场”到“主动提价”,是国产大模型从拼性价比迈向拼实力的信号。当前,光模块反弹持续性取决于海外云厂商资本开支情况,以及美国 CPI 数据对美联储加息预期的影响。从中期维度看,AI 算力需求的基本面并未发生显著变化。

软硬件平衡

8 月以来,市场针对 AI 硬件仍有分歧,应用层面逐渐受到资金重视。

海通国际执行委员会委员、首席经济学家张忆东表示,AI 行情将有所分化,业绩增长不及预期的科技标的,将被市场抛弃。关于 AI 基建环节要否伪存真,同时寻找 AI 应用端的机会。

“每一次科技浪潮的下半场,都不是‘修路铺桥搞基建’,而是‘路修好了要跑车’,应用是重中之重。”张忆东表示。

创业板人工智能 ETF 南方基金经理潘水洋认为,关于本轮 AI 硬件回调,基本面并未出现实质性问题,波动主要来自交易层面。应用端走强,他将其理解为 AI 主线内部的资金再平衡,而不是资金流出 AI。

关于应用端,潘水洋观察到被资金选中的方向具备三大特征:持仓结构相对清晰、估值更低、此前被错杀。当前,国产模型正在实现能力与成本的双向改善,“对应用端上市公司而言,这意味着模型调用成本明显下降、单位经济性改善,这是我们认为本轮应

用行情具备产业基础,而非单纯补涨的主要依据”。

多主线出击

除了科技板块“软硬件之争”,也有一些此前“落袋为安”的基金经理从其他高景气细分赛道切入,回归科技“战场”。

8 月以来,科技电子新材料与传统需求赛道材料的基本面改善形成共振。南方基金认为,随着 AI 服务器、新能源汽车 ADAS 及人形机器人等领域需求增长,MLCC 镍粉、光伏铜粉及电感级合金粉等上游材料有望迎来量价齐升。与此同时,电子树脂企业相关高端产品已实现批量供货。

“设备订单是材料需求的领先指标,资本开支上行意味着晶圆制造产能持续扩张,而新增产能将直接增加薄膜沉积、刻蚀、先进键合等环节的材料消耗。随着相关产线陆续建设和投产,电子材料需求有望持续释放。与此同时,设备与材料的国产化正稳步推进:一方面,先进制程及先进封装扩产为国内设备企业带来新的市场空间;另一方面,国内材料企业通过完善产品矩阵、推进客户验证,有望加快国产化进程,并持续提升市场份额。”南方基金称。

液冷也受到部分基金经理的关注。中金公司研报认为,随着 AI、智能驾驶等技术的发展,算力需求大幅提升,芯片的功耗持续增加,驱动散热技术升级,包括手机、汽车电子和数据中心等。

“当前,液冷仍处于偏左侧,尚未贡献收益。我会持有到业绩兑现后,再考虑退出。”沪上一位基金经理表示,液冷是算力产业链上游的配套环节,部分 A 股上市公司有望受益于全球订单的溢出。

私募热议创新药定价逻辑切换

◎记者 胡尧

近期医药板块行情有所升温。Wind 数据显示,截至 8 月 13 日,创新药指数数月内上涨 14.56%,港股通创新药指数月内上涨 12.2%。进入上市公司半年报披露期,部分创新药及 CDMO 企业受益于核心产品放量、海外授权收入确认等因素,盈利改善迹象逐步显现。

与此同时,私募机构对医药板块的分歧也在加大。上海证券报记者采访获悉:一部分私募认为,中国创新药正在从依赖 BD(商务拓展)交易和融资驱动,逐步进入临床价值、产品销售和现金流兑现的阶段;另一部分机构则认为,前期部分医药资产估值修复较快,BD 等事件性催化能否转化为持续盈利仍待验证。医药行情究竟是估值修复,还是基本面反转,成为私募探讨的焦点。

估值修复还是基本面反转

“我更倾向于把这一轮行情理解为估值修复,而不是整个医药板块的基本面反转。”沪上一位私募基金经理对记者表示,创新药具有较强的科技成长属性,前期经历较长时间调整后,在震荡行情下,位置相对“安全”。“在科技成长板块内部进行资金再平衡的背景下,医药进入部分成长型资金的配置视野,但估值修复能否进一步演化为持续性行情,仍有待产业端新的积极变化予以验证。”他说。

沪上一位医药研究员认为,当前中国创新药产业景气度较高,但相当一部分 Biotech 仍处于以 BD 交易推动价值发现的阶段,尚未形

成稳定、可持续的商业化现金流。

“BD 交易能够通过首付款体现管线价值,但后续能否形成持续收入,仍高度依赖临床推进、里程碑付款及海外商业化进展。因此,单次 BD 带来的股价催化具有一定的事件驱动特征,如果后续缺乏产品销售和现金流支撑,估值提升的持续性仍待观察。”该医药研究员表示。

北京一位私募基金经理则对医药板块持乐观态度。他分析称:“当前已有部分创新药企业的重磅产品进入放量阶段,经营现金流逐步改善,对外部融资的依赖也有所下降。随着越来越多管线从研发、授权进一步走向产品销售,市场对创新药企业的定价方式可能随之改变。”好买基金数据显示,随着核心产品放量及海外授权收入确认,部分创新药企业逐步实现扭亏为盈。与此同时,创新药产品进入医保后的商业化进程有所加快,部分企业正在从依赖融资的研发型企业向具有自身造血能力的商业化企业转变。

从“看 BD”到“算现金流”

在多位受访私募人士看来,相关分歧最终指向同一个问题:创新药企业能否将管线价值真正转化为产品收入和持续现金流。这也成为判断本轮行情究竟停留在估值修复,还是进一步走向基本面驱动的关键。

风云略投资相关人士表示,当前医药投资的一个重要变化是定价逻辑的重构。过去市场更加关注 BD 交易规模和首付款带来的

短期催化,下一阶段则要要进一步观察里程碑付款、海外销售分成及企业自身经营性现金流。只有真正跨越盈亏平衡点、将研发成果转化为可持续回报的企业,才可能获得长期估值溢价。

从海外市场来看,中国创新药的价值兑现方式也在发生变化。木莲投资基金经理李伯洋表示,全球重磅药物专利到期带来的管线补充需求,为中国创新药进军全球提供了机会。随着越来越多国产管线通过 BD、合作开发等方式进入全球临床和商业化体系,中国创新药的全球价值不再仅仅体现于一笔授权交易,而将进一步取决于后续临床价值和商业化能力。

这也意味着,机构对创新药标的的筛选标准正在提高。相较单纯追踪 BD 数量和交易金额,临床数据的差异化程度、海外开发进度、产品销售表现及现金流状况,正在成为更加重要的投资指标。

“长期来看,真正帮助创新药企业穿越产业周期的核心仍然是新药管线的临床价值。在具体投资中,应综合评估成药确定性、潜在收益空间和时间成本,并持续跟踪管线开发进展。”李伯洋表示。

与此同时,投资机会也在向创新药产业链其他环节延伸。上述北京私募基金经理重点关注 CDMO 方向,其认为中国企业在研发、工艺开发和生产制造等环节已形成一定的全球竞争力,随着前期研发项目逐步向后端推进,部分头部企业此前积累的项目有望逐渐转化为订单和业绩。

聚焦硬科技与先进制造 今年以来外资机构调研逾4300次

◎记者 王彭

今年以来,外资机构对 A 股上市公司的调研热度持续升温。Wind 数据显示,截至 8 月 13 日,今年以来外资机构合计调研 4353 次,有着“华尔街最疯狂赚钱机器”之称的 Point72 资管以 117 次调研高居榜首。从调研方向来看,硬科技与先进制造两大主线成为外资机构关注焦点。

具体而言:今年以来全球内存接口芯片龙头澜起科技共获得 222 家外资机构调研,稳居 A 股公司外资调研热度榜首位;创新药龙头企业百济神州紧随其后,吸引了 184 家外资机构调研;3D 视觉感知领域领先者奥比中光位居第 3,接受了 176 家外资机构调研。

此外,汇川技术、胜宏科技、华明装备、怡合达、奥普特、华润微、华勤技术等一批细分行业龙头同样备受青睐,今年以来均获得逾 100 家外资机构的联合调研,覆盖工业自动化、高端装备制造、半导体器件、智能硬件等关键产业链环节。

有第三方人士分析称,外资机构集中调研的行业图谱,往往与未来数月乃至数个季度的持仓变动风向存在一定的相关性。“外资机构调研热度居前的公司多为细分领域内具备全球竞争力的‘隐形冠军’,且普遍具有研发投入高、市占率稳中有升、与国际龙头对标等特征。”该人士称。

在多家外资机构看来,当前 A 股市场已具备不错的中长期配置价值。

安联基金投研团队认为,当前 A 股

因敬畏而克制 以进化致长远 ——访安贤投资创始人赖雨澄

◎记者 马嘉悦

克制而坚定——这是安贤投资创始人赖雨澄在接受采访时,给上海证券报记者留下的深刻印象。

面对市场风格的分化,顺势押注往往更容易获得短期业绩表现,但赖雨澄说,自己想把一个决定放在 5 年乃至 10 年的维度去做;面对市场热度持续升温,趋势加快营销往往更是更直接的选择,但赖雨澄认为,量化私募的核心竞争力不是规模,而是持续创新和迭代的能力。

在赖雨澄看来,所谓长期,是在市场喧嚣中保持敬畏,在策略进化中守住初心。

转身:做热爱的事

安贤投资的故事,始于一通电话。

2018 年春节,赖雨澄给远在美国的郑搏萧,也就是如今安贤投资的首席投资官、联合创始人打了一通电话。彼时,郑搏萧在海外对冲基金 Jump Trading 工作,赖雨澄则在东兴证券任职。

“那一年我 30 岁了,很想做自己热爱并有价值的事情。”赖雨澄回忆道,自己希望把热爱当作未来的事业,更纯粹地进行交易。赖雨澄与同为清华大学物理学专业毕业的郑搏萧一拍即合,创办了安贤投资。

安贤的由来,也与两人对交易和数据的热爱有关。

赖雨澄介绍,安贤是英文单词 Axiom(意为公理)的谐音。“所谓公理,就是在推导之前要先设定某个条件成立,然后根据这个条件推导后面的所有东西。对安贤而言,它象征着应当经得起时间和实践检验的基本原则,也寄托着获得广泛认同的期待。中文‘安’取安妥、审慎之意,‘贤’代表卓越,这一名字既寄托了我们对未来的期许,也承载着对这份事业的不懈追求。”赖雨澄说。

考验:对阿尔法的执着

安贤投资于 2018 年成立,时间窗口称不上“很好”。彼时,渠道和资金方青睐具备 3 年及以上业绩的私募管理人,因此公司起步并不快。而且在 2023 年,安贤投资遇到了成立以来的最大挑战。

赖雨澄坦言,2023 年小市值风格充分

市场系统性下行空间相对有限,企业盈利修复趋势明确,估值重估行情有望延续。值得关注的是,部分成长行业在经过充分调整后,中长期配置性价比逐步显现。展望四季度,若市场出现阶段性波动,反倒提供了以合理价格买入优质个股的时机。

“放眼 2027 年,随着产业升级与科技创新向纵深推进,成长行情有望从单一主线向多行业轮动扩展。在此背景下,适时布局优质成长资产,有助于投资者更好地分享新质生产力变革带来的长期红利。”安联基金投研团队称。

德意志银行集团私人银行部首席投资官办公室在最新发布的《投资中国:“双速”经济下的结构性机遇》中表示,人工智能投资、产业升级和政策支持正为信息技术、工业及材料等 A 股板块带来结构性机会。其中,人工智能相关资本开支正带动半导体、硬件、数据基础设施及工业设备需求。而能源转型和供应链本土化则对先进制造及材料领域形成支撑。

“因此,相较广泛的市场配置,我们更倾向于聚焦受益于人工智能、先进制造及能源转型等长期趋势的结构性机会。”上述报告称。

联博基金市场策略负责人李长风表示,AI 依然是成长确定性较强的投资主线之一,近期的回调成为长期布局提供机会。在他看来,AI 的投资逻辑逐步从海外上游资本开支,扩展至应用落地、电力基础设施建设等更广泛的方向。

演绎,但安贤投资并没有“跟风”,毕竟这不符合公司追求阿尔法的理念。

这无疑一个需要付出代价的选择。据赖雨澄回忆,2023 年小市值策略大受追捧,相关产品管理规模持续扩张,安贤投资进入了相对低谷期。

“当时压力确实挺大的。”赖雨澄对记者坦言。

但当被问到是否后悔时,他的回答是:再来一次,选择可能不会变。

赖雨澄解释称,阿尔法和贝塔都与未来收益有关,其中阿尔法与未来的相关性更稳定,而交易贝塔存在一个问题,即当市场形成某种合力时,上涨的收益固然可观,但一旦市场没有接盘者,趋势就会消失甚至反转。

“我们希望提供稳定性较强的资产管理策略。”赖雨澄表示,公司力求为投资者构建风险收益特征更具配置价值的复合型策略。

进化:迭代是核心竞争力

对阿尔法的坚持,并不意味着策略层面的故步自封。

“市场结构一直在变,要拥有与时俱进的理解能力。”赖雨澄说。

正是基于这种认知,安贤投资在策略层面持续迭代。

赖雨澄认为,近年来资本市场的参与者结构、产业结构及基差波动都发生了显著变化,阿尔法信号的来源要更加多元化,不管是风格、行业还是分析师因子等,公司都会纳入研究范围。

此外,安贤投资还高度重视 AI 相关技术。

赖雨澄介绍,早在 2016 年,安贤投资创始团队成员便已在实盘环境中积累机器学习相关的研究与应用经验。如今,安贤投资搭建了多智能体系统,覆盖公司投研团队各个环节的具体工作。

我们常说,看一个人的品性,要看他在低处时做什么,以及不做什么。安贤投资自 2018 年成立以来,历经了行业喧嚣时的诱惑考验,也经历了低谷,但团队始终坚持对前沿技术的探索,以及对投资理念的践行。“一路走来,我们很珍惜一系列机会。未来,我们的选择和努力都会更加纯粹。”赖雨澄说。