

成长股回撤后能否上车？ 基金经理激辩四季度机会

证券时报记者 吴琦

经历三季度大幅回撤后，基金经理还看好成长股投资机会吗？10月25日，基金三季报已披露完毕，不少公募基金经理在季报中回顾了第三季度的投资思路以及透露四季度看好的投资方向，其中对于成长板块的讨论最为热烈。

成长类基金大幅回撤

受外资持续流出、半年报业绩较为羸弱的影响，第三季度沪深300指数下跌3.98%，中小盘宽基指数和成长指数下跌幅度更大，如中证500指数和中证1000指数分别下跌5.13%、7.92%，创业板指和科创50指数分别下跌9.5%和11.7%。

从风格层面上，价值股表现好于成长股，行业层面上分化显著，煤炭、石油石化、金融地产等顺周期行业取得较好的正收益，以新能源、计算机、传媒为代表的成长行业则表现垫底。

成长风格主题基金业绩迎来较大幅度回撤，如银河文体娱乐主题、国联成长优选、中信建投低碳成长和上银新能源产业精选等百余只偏成长主题基金第三季度净值回撤超20%。

国联成长优选基金经理在基金三季报中解释，2023年三季度，国内宏观强复苏预期随着弱现实与政策博弈的进一步加深，A股市场呈现主题投资与顺周期政策博弈的来回摆动，市场风格的波动较为剧烈，尤其是人工智能板块，处于主题投资向业绩增长驱动的成长股投资过渡的过程中，短期处于业绩催化、事件催化的真空期，叠加北向资金持续流出带来的市场风险偏好降低，板块调整较为剧烈。

那么，成长股在大幅回撤后还能上车吗？从最新的三季报基金经理调仓动作来看，对于成长股的操作，有基金经理选择了落袋为安，也有基金经理选择坚守。



基金经理调仓明显

今年管理业绩居前的招商基金基金经理翟相栋表示，他在二季度末至三季度末期间，兑现了今年涨幅较大、市场预期过高及未来潜在赔率不足的标的，包括光模块、机器人等行业的标的。翟相栋最新布局的方向主要是累计跌幅巨大、处于下行周期底部，且预期、估值和业绩均在低位的成长行业品种。

泰信基金基金经理董山青围绕行业景气趋势、业绩增长的确定性，参与了人工智能、互联网、电子、计算机、半导体、机械等板块。这位基金经理在第三季度兑现了部分高估品种，等待人工智能板块的下一波机会。

“成长方向在三季度普遍回撤，这给我们未来提供了更多进攻的选择。”博时基金基金经理金旌在基金三季报中表示，从四季度开始，关心更多的是提升仓位节奏以及机会出现在哪些方向。前期人工智能的股价过度领先基本面，但这个产

业毕竟在不断进步，近期也出现多模态和应用层面的多重进展。电子和半导体行业在总量层面不断推动库存周期的见底，也有华为回归等令人振奋的消息和结构层面上层出不穷的创新。新能源在史诗级的供需过剩面前估值继续下挫，部分细分领域的盈利触底。金旌认为，上述方向均迎来布局机会。

擅长成长股投资的平安基金基金经理神爱前在三季度主要维持了成长方向的配置，他在成长内部做了一定结构调整，减持了通信、传媒、电力等板块，加仓了汽车零部件、电子与半导体、医药等板块。神爱前表示，目前持仓结构主要分布在汽车零部件、电子与半导体、机械设备、传媒、医药、轮胎等方向。

他认为，未来几年经济处于转型期，过于依赖经济贝塔选股可能难以取得较好的超额收益，预计超额收益更多来自产业创新与产业趋势。

招商基金基金经理陆文凯重点看好软件行业的投资机会。他认为，长期来看，数字化会成为驱动经

济持续增长的重要生产要素；短期来看，在政策引导下的政、企端IT（信息技术）投入加速将提供足够的需求支撑，AI技术的潜在应用也给提升用户付费意愿带来一定可能性。虽然二、三季度在盈利端兑现较慢，但回调后性价比再度提升。

“新”公司有望爆发

近年来，A股迎来了一段波澜壮阔的成长股行情，不过，成长板块股价波动较大，风险与收益并存，其未来行情将如何演绎？

追求绝对收益的投资老将国投瑞银基金基金经理葛蓁蓁在基金三季报中表示，他关注的重点将从“成长优先”转向成长、质量和股东回报并重。A股市场一直以来对成长股较为关注，但换到长周期视角下看，成长股的投资在未来很长一段时间内会面临较大的挑战。成长股的成长路径为低基数、低渗透率下的高行业增速，低集中度下的龙头份额提升以及公司的产品创新。在过去的二三十年中，很容易

在低基数、低渗透率、低集中度的路径上找到成长型的投资机会，但未来这类机会变得越来越稀少。未来成长路径的投资机会将主要来自创新，所以成长股的寻找难度加大。

交银施罗德基金基金经理何帅在三季度减持了新能源相关标的。A股市场在2023年三季度表现平淡，前期热门行业如人工智能等也经历了明显回落。何帅在三季度主要调整方向是减持了新能源相关标的。他认为，虽然新能源市场空间巨大，新能源车今年依然维持较高增长，大部分龙头企业维持了较高的市场份额，不过由于上游原材料跌价，产业链去库存，使得新能源中游相关公司普遍业绩承压，并对基金净值产生了明显拖累。其对部分企业的竞争壁垒估计过高，低估了产业短期收缩时对其业绩产生的压力。何帅认为，制造业并不是商业模式最好的生意，供需缺口对于这些行业特别重要。“特别是对于有一定技术和规模壁垒的制造业，判断其抗周期能力的程度确实是一件困难的事情。”

中庚基金丘栋荣则表达了看好成长股投资机会的观点。从基本面上看，他认为，经年多重压力层叠，很多公司仍不舍昼夜努力打磨核心竞争力，积极卡位于新技术、新场景、新应用等方面，其孕育的技术和产品正处于爆发中，如以智能驾驶为代表的造车新势力显露水，创新药及器械等新医疗方法已广泛应用，“梦想”不再遥不可及，而是在产业和产品层面触手可及。从投资上看，这些幸存下来的“新”公司，对应的是蓬勃的“新”需求，能见度提高意味着风险是降低的，存活率和成长性大幅度提高。在市场底部迎新去旧，为“新”定价并积极承担风险，待中流击水，到轻舟已过万重山，有望拥抱最好的时候。另外，从估值定价角度看，这些“新”公司现阶段非常契合低估值价值投资的要求，公司风险不断降低、业务持续甚至快速增长、盈利具有高增长性和高弹性的概率。

光大保德信基金陈栋：

科技板块估值趋向合理 数字技术将成核心驱动

证券时报记者 裴利瑞

凯文·凯利在《失控》一书中写道，“首先，哥白尼排除了地球和物理宇宙其他部分之间的间断；接着，达尔文排除了人类和有机世界其他部分之间的间断；最后，弗洛伊德排除了自我的理性世界和无意识的非理性世界之间的间断。但是……我们依然面对着第四个间断，人类和机器之间的间断，我们正在跨越第四个间断。”

今年以来，人工智能浪潮席卷全球，科技板块再次成为市场的关注焦点。光大保德信数字经济主题混合拟任基金经理陈栋用《失控》这一段话表达了自己对新一轮科技革命的憧憬。他认为，颠覆性的技术革命会带来众多投资机会，甚至能让后来者有弯道超车的可能。

科技行业具备三大特征

陈栋认为，想要抓住科技股的投资机会，需要了解科技行业的三大主要特点：

一是技术迭代快，但迭代路线有迹可循。不管是智能手机、移动互联网，还是智能汽车，都遵循着“硬件更新-软件升级-商业模式创新”螺旋迭代的大致路径，投资者只要多去复盘、总结，就能找到一些规律，有助于把握好投资的方向与节奏。

二是颠覆性的技术和模式让后来者有弯道超车机会。科技行业的魅力在于，每一次的技术创新和模式迭代，都让后来者有了弯道超车机会，进而涌现出很多的投资机会。

三是具备To C（面对消费者）的



光大保德信基金
基金经理
陈栋

光大保德信基金/供图

属性，新产品和应用的普及呈加速趋势。因此，判断一项创新是否具有长期投资价值，取决于其对生产、生活效率的提升程度，以及给社会、给人类创造的增量价值。

他以某国产办公软件领域的上市公司举例。最初，该公司的办公软件只提供文字编辑、表格处理和演示文稿制作等基础功能；后来，该公司不断迭代产品，陆续实现了兼容office文档、多屏互通、多端协同，特别是把握住了移动互联网和云计算的浪潮。2020年后，这家公司更是突飞猛进，不仅在内容创作与管理、协同办公、业务赋能和安全管控等多个维度形成了丰富的产品线，公司还通过提供兼容客户系统的平台为办公软件行业打开了新的应用空间，营收模式也从靠植入广告变成订阅收费。

抓住技术变革机遇、不断打磨产品实现弯道超车，这也与基金经理的投资理念相吻合。“在产业发展空间大的前提下，议价能力强、衍生能力强，例如软件在云化后的新拓展，且不断巩固核心优势的公司是我们选择的重点。”陈栋表示。

科技板块估值趋向合理

对于为何要在当下发行一只科技主题基金，陈栋表示，估值层面因素是重要的原因之一。

“随着科技板块经历前期一段时间的回调后，估值趋向合理，而且部分低估值和标的也进入到一个相对较为低估的区间，给我们提供了一个比较难得的布局优质标的的机会。”陈栋表示。

在陈栋看来，产业层面、企业层

面、交易层面都会有很多因素影响科技股估值。比如，产业周期影响着估值的提升空间，产品型、服务型或者平台型的商业模式则决定了估值中枢，而下游客户是C端、B端还是G端则影响着收入结构的稳定性，收入结构越稳定估值越高。此外，交易层面的流动性、风险偏好、市场情绪、海外科技股映射等也会对估值造成影响。

以芯片行业为例，往往每隔数年就会出现一次繁荣与萧条交替的周期。简单来说，当市场供不应求时，各产业链环节价格提高，厂商开始集中扩建产能，当产能释放后，芯片价格又因供大于求而回落。

2018年，陈栋曾在整个行业较为低谷时期发现了内存芯片公司的投资前景，后来随着车载芯片需求回升、居家工作场景激发的芯片需求、全球供应链短缺，共同导致了“缺芯”、芯片价格上涨，这也成为陈栋较为成功的投资经历之一。

但从2021年下半年开始，全球陆续有多条晶圆产线动工，特别是进入2022年后，过剩的产能、下滑的需求两相叠加，芯片价格结束上涨趋势掉头回落，目前这个下滑周期已经接近尾声，产业链库存逐渐改善。“当前市场整体估值不高，前期对经济增长的悲观预期在逐步修复，部分调整较充分的板块机会可以挖掘。”陈栋表示。

看好数字经济时代机会

对于新基金光大保德信数字经济主题混合，陈栋指出，狭义的数字技术一般指的是信息科技产

业和规模能持续扩张的互联网平台型公司，广义的数字技术还包括能利用数字化技术来改造产品、生产及销售全流程以进行产品创新、降低成本、增加产出、提高效率的实体类企业。

陈栋表示，他看好数字经济时代下的投资机会，数字技术将作为核心驱动力，不断提高经济社会的数字化、网络化、智能化水平，并加速重构经济发展与治理模式。具体包括以人工智能、信创、半导体和互联网平台为代表的数字产业化和产业数字化两个方面。

其中，人工智能是现在泛科技投资中绕不过去的话题，陈栋在近期调研中发现，大模型的语义理解、多模态识别与生成、逻辑推理、通用与泛化能力将使其成为新的生产力，一些公司已经在新技术的应用上，开始实现增收、降本、提升用户体验。

同时，计算机、信创也是从政策到产业都在加速发展。陈栋指出，2023年是新一轮信创周期的起点，随着行业覆盖范围从政府机关拓展到行业企业，信创在经济复苏、企业支付能力回升后，或将迎来新的发展。

对于周期鲜明的半导体行业，陈栋指出，全球半导体周期目前处于一个偏周期底部的位置，很多半导体企业的库存已在逐渐改善，同时人工智能浪潮、华为新手机等对拉动需求、提振人心有明显作用，半导体板块有望迎来新一轮的周期复苏，其中，和手机换机周期强相关的射频芯片在板块整体复苏的环境下可能具备更强的弹性。

多只大型产品收益好转 消费基金迎来曙光

证券时报记者 余世鹏

10月25日，基金三季报已披露完毕。证券时报记者发现，刘彦春、张坤、焦巍等一众重仓消费、医药等赛道的基金经理，旗下产品竟在行情波动的三季度做出了超额收益，并且净值还是绝对正收益，这个向好的迹象给市场带来了曙光。

截至三季度末，易方达基金经理张坤管理规模仍在700亿元以上，其中规模最大的易方达蓝筹精选混合接近500亿元。根据最新发布的三季报，这只“巨无霸”基金净值在今年三季度上涨了1.57%，业绩比较基准同期下跌3.6%。也就是说，该基金三季度实现了5.17%的超额收益。根据Wind数据，在三季度正收益助力下，该基金过去一年正收益达到了9.43%，剔除基准收益2.39%后，过去一年超额收益为7.04%。

同样的情况还出现在刘彦春管理的景顺长城鼎益混合(LOF)上。该基金三季报显示，景顺长城鼎益混合(LOF)A最新规模为140.25亿元，三季度净值涨幅为1.33%，比较基准收益为-3.14%，使得该基金三季度超额收益达到了4.47%。

另一位有着20多年从业经验的投资老将——银华富裕主题混合的基金经理焦巍，近些年来投资范围聚焦在消费蓝筹领域。但和刘彦春、张坤等相比，焦巍属于老一代基金经理。近年来因消费赛道持续调整，他的管理规模也在一直缩水。但从最新发布在三季报来看，银华富裕主题混合三季度不仅做出了超额收益，还实现了正绝对收益。数据显示，三季度银华富裕主题混合A规模为132.8亿元，三季度净值增长了2.59%，叠加-3.03%的基准收益率之后，超额收益为5.62%。

虽然实现正收益，但上述三只基金在三季度均出现净赎回。其中，易方达蓝筹精选三季度申购和赎回量分别为6.08亿份和10.08亿份，净赎回4亿份，使得基金总份额从252亿份减少到248亿份；景顺长城鼎益混合(LOF)A三季度的总份额从64.64亿份微降到63.57亿份；银华富裕主题混合A总份额也从32.27亿份微降到31.81亿份。

从季报分析来看，基金投资的超额收益，主要是由加仓或新进重仓股的上涨贡献。从三季报最新持仓来看，上述三只基金上涨中，龙头白酒股上涨做出了大部分贡献，其次是个别医药股。

截至三季度末，易方达蓝筹精选混合股票仓位从二季度的93.74%提升至94.17%，前十大重仓股占比接近80%。具体看，前四位重仓股均为白酒股，分别为贵州茅台、五粮液、泸州老窖、洋河股份，三季度该基金加仓了五粮液和洋河股份。数据显示，贵州茅台在今年三季度上涨了6.36%。另外，第八大重仓股药明生物三季度上涨幅度超过了20%。

景顺长城鼎益混合(LOF)A的股票仓位在三季度同样出现了提升，截至三季度末，该基金股票仓位提升至93%以上。贵州茅台依然位居第一大重仓股，其次是古井贡酒、泸州老窖、五粮液。另外，三季度该基金重仓股重新买入山西汾酒，山西汾酒今年三季度大涨了近30%；排名第六的重仓股药明康德三季度则涨近40%，成为基金超额收益的重要来源。

三季度涨近30%的山西汾酒，同样是银华富裕主题混合的重仓股。该基金在三季度加仓山西汾酒，持仓份额从上半年的435.59万股上升到501.75万股，从第六大重仓股上升到第二大重仓股。和半年报相比，银华富裕主题混合对贵州茅台的持有数量从76万股下降到71万股，但依然是第一大重仓股。另外，同为重仓股的古井贡酒，三季度涨幅也达到了两位数。

实际上，三季度消费板块整体呈现结构性行情，但上述基金经理能精准捕获相关个股阶段涨幅，并转化为超额收益，操作策略值得探究。

焦巍在银华富裕主题混合三季报里表示，三季度组合配置在白酒、啤酒、化妆品和其他大众用品上做出了调整。就白酒而言，这一行业的减量投资和龙头属性在继续加强。在这一过程中，“马太效应”决定了一步落后者可能步步落后，而全国和特定区域内的领先者将不断扩大优势。

刘彦春在景顺长城鼎益混合(LOF)三季报里也说到，商业模式、盈利能力、发展潜力仍然是重点关注的指标，但淡化了短期景气变化带来的股价波动，未来会更多聚焦于企业微观层面，“过去三年，各类风险层出不穷，企业经营以外的因素对股票定价造成了巨大扰动，这一过程已接近尾声，预期权益市场即将苦尽甘来”。



券商中国
(ID:quanshangcn)