

# 科技股大行其道 公募基金借你一双“慧眼”看估值

证券时报记者 安仲文 赵梦桥

伴随着资本市场的情绪、基本面和政策面的持续向好,肩负着发展新质生产力、实施产业转型升级重任的大科技赛道,已成为公募基金布局当下和未来行情的核心赛道。

科技因子的火爆,也使得不少谋求炒作股价、提升估值的企业欲与科技“沾亲带故”。在大科技赛道的投资布局中,公募选股如何定义科技股的认知、角色和范畴?如何在“0到1”与“1到10”之间进行取舍?如何对估值不断抬高的科技股进行合理定价?近日,证券时报记者就上述一系列问题采访了公募行业相关人士,回应投资者的关切。

## 科技股定义与时俱进

在市场情绪转暖、新质生产力政策的支持下,科技股开始引领市场行情。投资者不禁要问,市场追逐的“科技股”究竟是什么?实际上,科技股的定义不断发生着变化,十几年前的部分科技股甚至整个赛道,如今可能已归于传统制造板块。

诞生过多只公募基金大牛股,LED封装赛道,曾以股票简称中的“科技”“光电”“微电”等三大关键词,在2011年的A股市场中风光无两。不过,当时被基金经理视为“科技股”的封装赛道,如今渐渐在传统电子制造业找到归宿,毛利率的持续下滑也验证了这一点。2011年,封装赛道的销售毛利率达到23%,现在已大幅下降至10%左右。这一毛利率的吸引力,甚至不如纺织、钢铁、冶金行业,主打封装业务的细分赛道已非基金关注的重点。

“通俗地给个标准的话,那就是‘难而正确’的事情,一个行业发展越成熟,离‘科技’就越远一点,离制造业则更近一点。”创金合信科技成长基金经理周志敏认为,过去那种承接低技术水平产业转移、赚快钱的方式,同质竞争、低质内卷的方式,未来要让位于创新驱动、技术引领的高质量发展方式。在当下的科技浪潮中,新质生产力聚焦的领域就是科技股最好的代表。新质生产力主要聚焦的领域包括三个层面,由近及远分别包括传统产业的转型升级、战略性新兴产业和未来产业。

针对“难而正确”,周志敏表示,识别科技股的含金量有一定难度,意味着会做的人不多,当下赚钱的能力或者未来赚钱的概率更高;正确,意味着产业投入不会是无用功,未来的某一时刻能转化成实实在在的收益。战略性新兴产业大多属于长期方向正确、当下技术进步和产业发展还有一定困难,也意味着投资者对细分板块、具体公司的预期和定价是不充分的。投资者在这个阶段介入研究、跟踪,未来有望获得较大回报空间。

天弘基金基金经理林心龙认为,宽泛来讲“科技股”,实际上包含了人工智能(AI)、半导体、新能源(包括锂电、新能源汽车、光伏、风电、储能等)以及生物医药等板块(融合了生物学、医学、药学、生物技术和信息技术等多学科知识的高科技领域)。

永赢基金权益投资部联席总经理李文宾也认为,当前中国处于新质生产力如火如荼发展和新旧动能转换的关键时期,科技创新在政策上将迎来持续的大力度支持,科技股势必成为未来重要的投资主线。在人工智能板块再度火热于A股之际,李文宾表示,站在提升全要素生产率、创新程度等多维度看,目前人工智能、半导体、人形机器人等细分领域更能代表“科技股”。

嘉实基金大科技研究总监王贵重则表示,人工智能是科技创新发展的新起点,也是培育新质生产力的关键要素之一。投资AI的逻辑清晰且确定,因为人工智能确实能够提升效率,创造价值,并且为投资人带来回报。在市场预期普遍上修之后,更要关注盈利的兑现可能。“我们始终认为企业的价值创造是投资收益的主要来源,AI行情能否持续取决于行业能否真正地实现价值创造。我们对人工智能充满信心,人工智能对信息生产效率的提升逻辑非常清晰,也是科技里最大的创新。展望未来,AI相关的软硬件依然是核心主线。”王贵重说。

## “0到1”还是“1到10”

从历史上来看,科技股存在从0到1,再从1到10的不同增长阶段,个别创新企业甚至出现从1到0的现象。基金



科技股的投资逻辑一定要着眼远期空间,响应短期变化。远期空间决定公司估值上限,短期变化决定投资者对远期的信心。投资者要搞清楚自己现在站在哪个时点,据此来采取不同的投资策略。

1 如果当下站在“0到1”的突破前夜,那相关公司以往的业绩可能没有太大的参考价值,投资策略就是抓住突破“0到1”这一拐点事件,可能是新产品的成功问世,也可能是大客户的首次订单,可采用主题事件驱动的投资方法;

2 如果是站在“1到10”的阶段,此时相关公司的业绩增速就显得尤其重要,可以采用PEG的估值方式;

3 如果对公司未来终局特别有信心,也可以采取终局市值法来进行估值。

2150.65

科技100指数(399608)周K线走势图

图虫创意/供图 翟超/制图

经理在挖掘、重仓科技领域时,是否会区分、辨别科技股的阶段性角色,在组合管理中避免单一公司的创新风险造成整体业绩的拖累?

现实中,诸多案例提示了成长的残酷性,往往会打破投资者的想象力和预期。曾被众星捧月、实现从0到1跨越的全球柔性屏“独角兽”柔宇科技,已在“1”这个充满希望的位置上出现了令人扼腕的遗憾。今年6月,深圳市中级人民法院发布公告称,已开始裁定受理柔宇科技破产清算一案。这在一定程度上揭示了一个道理,哪怕是取得了“1”位置的独角兽企业,也不可能完全排除技术路径竞争、无法商业化落地等各类风险。

李文宾表示,科技股的投资逻辑以及科技股的市场行情,通常可以分为三个阶段。第一阶段为政策预期或技术创新催化的拔估值行情,这一阶段行情迅猛,往往会在较短的时间内将相关公司的估值提升到较高水平,对应科技股的“0到1”阶段;第二阶段为估值高位后的盘整。这一阶段主要是消化前期估值,基于政策预期和未来增长空间的博弈告一段落,市场的关注重心转为基本面跟踪,而从政策支持、技术突破到基本面兑现的传导,存在时滞且需经多轮博弈观察,因此股价往往会出现阶段性的盘整;第三阶段为基本面兑现后的戴维斯双击。这一阶段资金大幅入场,相关产业链逐渐成为市场主线,形成趋势性上涨,对应“1到10”的阶段,典型案例如2020-2021年的新能源行情。

“需要强调的是,若第二、三阶段的基本面兑现不及预期,科技股也可能出现从1到0的情况,对应股价也将持续回落。因此对于科技股的投资,未来的不确定性始终存在,在追求高胜率的同时还需要兼顾胜率。如何选出‘1到10’而非‘1到0’的公司,就要求我们除了要兼顾考虑成长能力以及估值空间,还需要花更多的精力去研究公司自身的基本面,包括管理层的治理、公司自身的竞争壁垒、研发能力等,选出未来具有持续高成长能力且股东回报优异的公司,陪伴优秀公司一同成长。”李文宾称。

泓德研究优选基金经理孟淼毅则表示,科技股投资的最好时期是在成长期的“从1到10”阶段,产业在取得阶段往往会进入一个渗透率快速提升、需求爆发式增长的阶段。这一时期相关的产业链都会迎来业绩的快速增长,往往也是投资胜率最高的时期。而一旦进入成熟期,渗透率的天花板已经出现,创新的力度也有所减弱,量价维度的增速都显著放缓,这个阶段投资的胜率相对没那么高。不过,产业进入成熟期,竞争格局开始逐渐走向集中,大浪淘沙之后剩下的龙头企业往往能通过持续获取份额来实现业绩成长,投资的胜率较高。

“往往在行业早期,即我们经常提到的‘从0到1’的科技细分行业,估值往往较高。”平安科技创新基金经理翟森表示,这其中蕴含了市场对未来的产业空间、产业增速、渗透率快速提升的

期待,但这其中往往也存在个别企业有“从1到0”的风险。因此,针对这类早期阶段,投资者需要做好风险控制以及组合管理,类似于VC投资模式的“广撒网”可能更为合适。对应目前,包括国产化的高端算力等,早期阶段的应用创新均处于这一类型。

翟森认为,对于“从1到10”的行业,行业格局已经相对稳定,行业头部玩家稳定在两位数以内。这一阶段,相关公司在快速的业绩增长和兑现下,出现估值快速下降,渗透率快速提升的“甜蜜期”往往在3年以内完成。这一阶段行业龙头的投资机会值得关注,需要仔细匹配个股的估值与业绩的对应程度。目前,包括国际算力的供应链、消费电子等行业在内,均处于这一阶段。

周志敏也认为,科技股的投资逻辑一定要着眼远期空间,响应短期变化。远期空间决定公司估值上限,短期变化决定投资者对远期的信心。投资者要搞清楚自己现在站在哪个时点,据此来采取不同的投资策略。例如,如果当下站在“0到1”的突破前夜,那相关公司以往的业绩可能没有太大的参考价值,投资策略就是抓住突破“0到1”这一拐点事件,可能是新产品的成功问世,也可能是大客户的首次订单,可采用主题事件驱动的投资方法;如果是站在“1到10”的阶段,此时相关公司的业绩增速就显得尤其重要,可以采用PEG的估值方式;如果对公司未来终局特别有信心,也可以采取终局市值法来进行估值。

## 估值方式需因时制宜

在投资端,市场往往愿意为科技股的高成长性支付更高的价格,即高成长的科技股往往被赋予高估值。不过,业务模式、技术路径的高度不确定性,也给科技股投资带来了高风险。因此,如何给科技股合理的估值,是考验投资者定价能力的难题。

长城久嘉创新成长基金经理尤国梁认为,科技股很多处于行业发展的早期阶段,前期投入大,一旦需求爆发又可能出现非线性增长,因此其估值也需要动态来看。比如算力行业的某些公司,在去年AI行情启动之初估值较高,但到了今年股价较去年又有进一步上涨,由于业绩也成倍增长,估值反而降低。因此,估值还是要结合产业趋势能否延续、未来增长空间是否够大、远期业绩是否能够兑现等动态来看。观察的具体指标,要视公司的不同阶段与情况具体分析,对于已经稳定盈利的公司,更多看利润;而对于处于高研发投入阶段、尚未盈利的公司,就需要从营收、现金流等指标判断。

李文宾认为,一般而言,还在发展初期的科技公司,可能尚未实现稳定的盈利,没有正的现金流。这一阶段,通常不能简单地用传统方法来进行估值,更多的可以看营业收入、市场份额等指标。同时,若部分公司还没有实现稳定的营业收入,那么可以更多关注公司的技术优势、未来市场空间等,

或参考一级市场估值逻辑等;对于成熟期的一般科技公司,利润和利润增速是更好的估值抓手,PE、PEG也是二级市场相对常见的估值方法;最后,对于经过前期大量投入,竞争格局和业务模式已经走向稳定的科技股而言(如互联网、通信运营商、SAAS等),随着资本开支回报率逐渐走低,现金流在定价中的重要性逐渐上升。与此同时,资本市场的审美也在政策引导下越来越重视股东回报和确定性,现金流正是股东回报和确定性的基础,有望持续被赋予更高的溢价。

林心龙也持有类似观点。他表示,科技股的估值受到多种因素的影响,包括行业成长性、公司基本面、市场环境、政策支持、技术进步等,估值差异会比较。比如,成长性好的公司往往比同类公司有更高的估值,受政策支持的行业中,相关公司的估值往往高于其他行业的公司。同时,估值可以采用多种方法,处于不同发展阶段的公司通常可以使用不同的估值方法,比如盈利稳定的成熟科技公司适用PE估值,高成长公司适用PS估值、PEG估值等。

“现金流是分析科技股的一个非常重要的指标。现金流是企业日常运营的基础,也是投资者衡量企业财务状况的重要指标。健康的现金流管理,有助于企业应对市场波动、政策变化等不确定性因素,是企业风险管理的关键。现金流不足且融资能力一般的企业,可能面临更大的财务风险,甚至可能因为无法满足短期的财务义务而面临破产的风险。”林心龙说。

诺安基金研究部总经理邓心怡表示,会尝试用终局法评估未来的市值和业绩规模,设置跟踪效果较好的高频指标,持续关注公司变化,动态更新以5年左右的发展周期为主的业绩空间。同时,会参考同类公司中相对成熟公司的估值体系,给出市场中性情况下的终局估值。在此过程中,对于国产替代类型的科技领域,尤其是涉及产业链安全的板块,需跟踪硬件的技术壁垒、应用端的场景入口壁垒、数据壁垒等。在板块显著过热的时候做适度调整,在市场情绪极度悲观的时候捕捉被低估的投资机会,在把握科技产业变化的基础上,努力实现对中国科技类资产的合理定价。

“估值高低往往是相对的,估值本身蕴含了对行业空间、公司增速预期之间的匹配程度。在重资产投入或者研发投入的细分行业中,在早期更看重的是营收,收获期需要看重利润。”翟森强调,科技公司需要不断地投入来支撑其未来增长,制造业需要进行大规模资本开支来应对新产品的变化,轻资产研发类的企业如IC设计需要在初期积极进行研发投入。因此,现金流并不是一个判断中早期科技公司的重要依据,这与成熟类型的企业不同,当行业增速放缓,现金流是对企业经营风险预警的一个重要指标。

## 谨防“伪科技”鱼目混珠

在整体硬科技实力逐渐走强的背景下,“假科技股”仍在资本市场鱼目混珠,如何识别这些公司?

李文宾表示,结合历史经验看,通常可以从技术壁垒、变现路径、管理团队等维度识别“假科技股”,“这些维度之间并非相互独立,而是相辅相成的。”李文宾认为,一是技术壁垒。真正的科创公司通常需要有足够高的技术壁垒,最好是具备前瞻性和突破性,使得竞争对手难以模仿和进入,而非是将海外技术直接带回国内,或者是对于既往技术成果的简单优化。其中,可以关注的指标有专利数量和含金量、研发投入强度、员工学历背景构成、相对同业的竞争优势等。二是变现路径和盈利能力。技术能否快速落地商用化,除了此前提及的足够宽的技术护城河外,关键还在于公司面向的市场是否存在稳定增长的客户需求,以及公司批量生产产品时能否享受到规模效应带来的低成本红利。其中可以关注的指标有市场份额、商业模式等。

孟淼毅认为,真正的科技股,一方面为创新提供了动力,另一方面也能在订单、收入、业绩端受益。“我们在判断的时候,首先还是要对企业的底层能力做分析,包括但不限于技术储备、研发能力、产品规格、产业链地位、客户关系

等;其次还要密切跟踪整个产业趋势的变化,看企业内部在做什么事情,是不是推出了创新力度足够的产品,是不是进入了核心客户的供应链,是不是获得了实际的订单等。”

在邓心怡看来,防止对伪科技的误判,首先是产业链调研。真正的科技创新需要大量产业资源支持,比如人工智能产业中算力和算法的交互创新,机器人产业中下游客户对上游关键环节的认可,各环节在产业链价值中的份额比例等。其次是信息披露中的研发投入和资产质量。龙头科技企业通过不断深化行业竞争力,其报表中的资产质量和经营能力应该在发展过程中实现环比改善。与此同时,研发投入是科技创新的基础,也是公司维持技术领先和市场竞争力的关键。真正的科技企业发展,依靠持续、大量的研发投入,如果一个公司的研发费用和同业相比少太多,那么它不太可能是一个真正的科技公司。

“明显违背科学原理和产业规律的公司容易辨别,难点在于有的科技股并不是彻头彻尾的骗子。”周志敏认为,这类公司在科学原理和产业规律上有一定的执行力,产业方向上政策也鼓励,但是公司的目标实现起来可能需要很长时间,或者时间不确定,这种情形就比较难判断了。从A股科技板块的历史来看,这类公司的股价在一定时期内涨幅不低,估值涨到让人看不懂的高度。这种现象往往发生在早期故事不能证实也不能证伪的阶段,投资者对此类公司应保持足够的警惕。

未来,交通银行深圳分行将持续聚焦服务实体经济,加大金融创新力度,将金融活水灌溉到更多涉农企业,为推动农业现代化发展和乡村全面振兴事业贡献力量。(CIS)

## 交通银行深圳分行荣获2024年“数据要素×”大赛广东分赛现代农业赛道优秀奖

近日,由国家数据局指导,广东省政务服务与数据管理局主办的2024年“数据要素×”大赛广东分赛圆满落幕。大赛聚焦重点行业领域数据应用难题,吸引了来自省内外众多企事业单位、科研院所、高等院校积极参与,共有1131个项目参赛。

经过一个月的激烈角逐,交通银行深圳分行携手深圳市先行供应链金融研究院、深圳征信服务有限公司、深圳市公共信用中心、深圳前海粤十信息技术有限公司联合申报的“深圳现代农业产业金融服务模式与数据应用”项目脱颖而出,荣获现代农业赛道优秀奖。

近年来,交通银行深圳分行充分发挥金融科技领域的

创新实力,聚焦产融端信息互通,积极探索数据要素助力涉农企业融资的可行、可信、可复制的实施路径。通过深入挖掘数据要素的价值,交通银行深圳分行成功构建了多层次、精准化的供应链金融服务体系,为深圳33万家涉农中小微企业提供金融支持。同时,交通银行深圳分行还构建了基于数据的信用风控体系,并创设了十大定贷模式和主动授信模式,这些创新举措满足了现代农业企业的全链条融资需求。

未来,交通银行深圳分行将持续聚焦服务实体经济,加大金融创新力度,将金融活水灌溉到更多涉农企业,为推动农业现代化发展和乡村全面振兴事业贡献力量。(CIS)

洞悉基金 · 解码产业变革进行时  
投资动向