

颠覆公募传统审美标准 寒武纪“10倍”K线引发估值容忍之辩

证券时报记者 赵梦桥 安仲文

历史不断演进,却时常邂逅相似的脚步,投资也不例外。

在A股的造富事迹中,今时科创板大牛股寒武纪和公募基金的“莫逆于心”,也与当年基金经理和贵州茅台的“情投意合”遥相呼应。

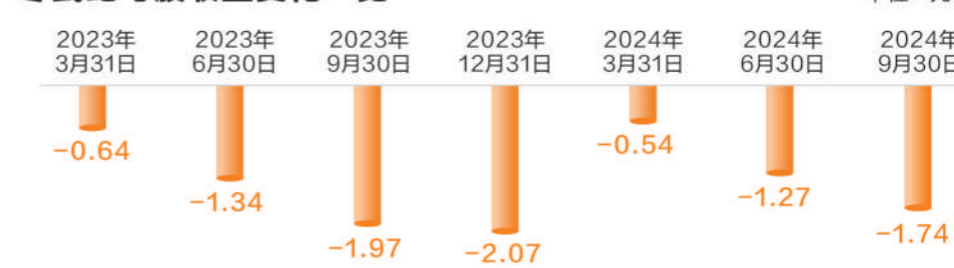
继2024年度涨幅杀进A股前列之后,步入2025年,寒武纪再度担纲牛股“急先锋”,股价接连

创下历史新高,最新市值突破3000亿元。经过10余倍的大涨后,寒武纪一跃成为科创板巨头之一,总市值排名第三位,仅次于中芯国际和海光信息。在消费升级年代,茅台的崛起曾让一批年轻的基金经理声名鹊起,踏入消费赛道的顶流之列。如今,科技升级当仁不让,又一批年轻的基金经理借力寒武纪等赛道股霸榜业绩排行,这无疑也强化了投资者对于时代变迁和赛道更新的认识。

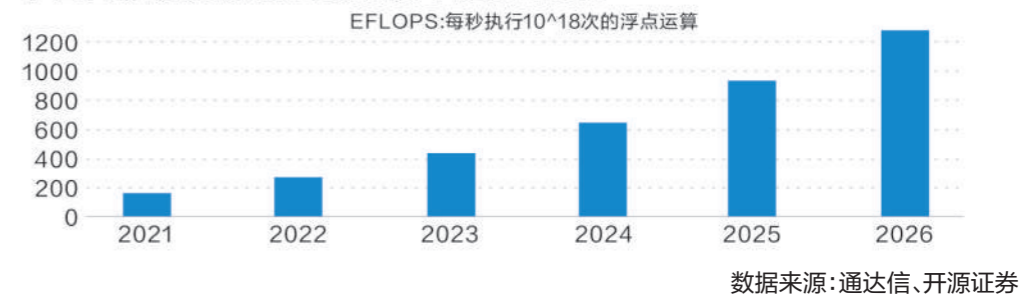
值得提及的是,寒武纪股价节节攀高,基本

面却略显单薄。2024年前三季度,公司营业收入1.85亿元,同比增长27.09%;归母净利润-7.25亿元,同比减亏。尽管如此,寒武纪的股价依然张开了“想象力”的翅膀,实实在在地带富了一批基金和个人投资者。当前,公募基金还在加速上车,寒武纪的故事似乎尚未完结。对于早已驻扎其中的基金经理来说,能抓住10倍涨幅绝非偶然,而公募基金投资无疑也可以通过寒武纪的“10倍”K线找到一些启示。

寒武纪每股收益变化一览



IDC预测 2021~2026年
中国智能算力规模复合增长率达52.3%



1 龙头股溢价有其逻辑

上周五,在一些基金经理持续不断的资金火力加持下,寒武纪市值站上了3000亿元,又一次带火了人工智能(AI)赛道。

证券时报记者注意到,此前重仓其他赛道的多位基金经理,在1月初已换仓加入了AI赛道大战。从2025年开年后多个交易日的异动情形来看,不少基金产品的净值显著背离了曾公开披露的重仓股组合,与以寒武纪为代表的AI个股股价走势逐渐趋同。显然,这也意味着越来越多的机构资金已“改弦更张”,加码流入AI赛道。

“最根本的原因是,近期生成式人工智能明显取得了突破,大模型训练带动了上游对算力的竞争性投资,促使行业对芯片及其他网络设备的需求快速爆发。”招商移动互联网基金经理张林对证券时报记者表示,海外AI个股的涨幅更甚,现实中的订单接连落地、业绩爆发式增长以及技术不断突破,为远期市场打开了

想象空间。

平安鼎越混合基金经理林清源认为,AI赛道行情受益于明确的产业趋势与资金的前瞻性布局,类似于2015年的“互联网+”行情。尽管短期业绩有待进一步兑现,但该赛道的主题性强、稀缺性高,加上流动性支持,吸引了大量资金参与,推动相关个股股价强势上行。

“AI行情处于强势,得益于三大关键词,即重要性、稀缺性、爆发潜力,这共同促成了AI算力相关标的的上涨。尽管目前这些上市公司还面临诸多挑战,部分企业尚未实现盈利,但中国AI的发展离不开底层算力公司的有力支撑,投资者对此类公司未来的美好预期,提前反映在了当下的股价中。”长城智能产业基金经理赵鹏飞认为,结合当前国内AI领域的旺盛需求来看,这些公司目前虽然尚未实现盈利,但有可能在2025年实现收入和利润的大规模爆发。

在当前的板块行情下,龙头股溢价也是基金经理的共识。民生加银持续成长基金经理朱辰喆表示,近两年,人工智能迎来蓬勃发展,受益于ChatGPT等AI大模型的需求拉动,算力基础投资推动了AI训练和推理芯片需求的增长。在供给端受制于中美科技竞争的背景下,国产AI芯片的替代需求迫切,虽然国内有了几家AI芯片公司,但是上市的公司寥寥无几。已上市的公司,在国内算力芯片中的卡位相对领先,和国内互联网厂商、智算中心等合作密切,有望受益于国产AI芯片替代。

华东地区一位重仓寒武纪的基金经理也认为,头部企业在AI芯片领域拥有一定的技术优势和创新能力,市场对其未来的技术突破和产品升级充满期待。同时,全球科技竞争加剧,国产替代成为重要趋势,国内AI芯片领域的龙头企业受益于政策支持,有望在此过程中发挥重要作用。尽管这些龙头企业的业绩目前尚未完全体现,但投资者对其未来的发展潜力和市场前景持乐观态度,愿意给予较高的估值,这也成为支撑其股价上涨的重要因素。

4 10倍涨幅上“生动一课”

在业绩排名无时无刻不被聚焦的背景下,几乎没有任何一位基金经理能在仓位中忽视高弹性的科技龙头,尤其是寒武纪这种“2年10倍”的大牛股。回溯寒武纪的股价走势,无疑对投资具有重要启示。10倍涨幅,无论是对擦肩而过的投资者,还是对已搭上顺风车的投资者来说,都是“生动一课”。

“过去很多年也有类似情况。如果你所管基金的持仓中,没有那只代表产业趋势、市场最大主题的标的,你的基金怎么跑也跑不赢别人。要是不想在业绩排名上太落后,你的仓位就必须给这样的标的留一些。”深圳一位资深公募基金经理接受证券时报记者采访时表示,A股市场那些给基金经理带来较大收益的股票,往往都具有典型的时代特征。从早期重资产的地产股、资源股、家电股,到后来轻资产的游戏股、传媒股,以及今天以技术密集为代表的人工智能股,在每一轮大行情中,如果基金持仓不能及时配置最具代表性的赛道标的,就很难跑赢那些已经重仓这类赛道标的的基金。

如何看待本轮人工智能行情给基金业绩带来的贡献?对此,张林认为,本轮人工智能行情主要受益于行业基本面的趋势投资,伴随着部分细分领域带来了主题投资,预计下一波推高人工智能赛道行情的核心逻辑有两个:一是应用大规模爆发,二是基础大模型能力有质的飞跃。目前来看,今年第一个核心逻辑兑现的概率较大。如果第一个核心逻辑兑现,则在推理算力需求、个人端侧应用和行业应用层面会有不错的投资机会。第二个核心逻辑是否兑现还需要观察,如果大模型基础能力又有质的突破,则可能呈现训练和推理应用“齐飞”的格局。

上海地区一位重仓AI赛道的基金经理表示,赛道龙头较高的股价对科技主题基金贡献了可观的业绩,这种现象在一定程度上反映了资本市场对高成长性企业价值判断和投资理念的转变。传统投资观念中,企业的盈利能力是衡量其价值的重要标准,但随着科技行业的迅猛发展,投资者逐渐认识到,对于一些处于快速成长期的科技企业而言,其未来的发展潜力和市场前景往往比当前的盈利能力更具价值。伴随人工智能技术的不断成熟和应用场景的进一步拓展,AI芯片市场需求将持续增长,龙头企业有望在未来实现业绩的快速增长,从而为投资者带来丰厚的回报。

“总而言之,对于处于快速成长期的科技企业而言,其未来的发展潜力和市场前景或许比当前的业绩表现更为重要。投资者应更加注重企业的技术创新能力和行业发展趋势,理性看待短期的业绩表现,合理配置资产,避免过度集中投资,以降低投资风险。”该基金经理表示。

朱辰喆也认为,近年来,市场对于AI创新方向的交易热度较高,而相关公司在产品力和赛道上都具备稀缺性。对于赛道型基金而言,这可能需要考虑做一定的配置。在投资上,需要在做好对基本面跟踪的基础上,对产业趋势有一个更为长期的判断,对于估值容忍度也可做一定的放宽,最终结合市场情绪和产业趋势去做均衡配置。

赵鹏飞则强调,在本轮AI个股普遍上涨的行情中,虽然难以忽视流动性宽松的因素,但有些个股其实已具备较为扎实的基本面,如海外算力产业链等。当然,也有一些更偏主题投资的标的,如国产算力和应用等。未来,AI个股进一步的核心逻辑,可能是产业重心从训练端到推理端的过渡,以及下游爆款应用的出现。在新的爆款应用出现的早期,主题投资色彩仍明显,但一些算力基础设施相关的公司届时可能会兑现收入和利润。

“过去一波行情,人工智能内部分化较为显著。部分受益于海外CSP厂商资本开支抬升、AI算力建设加速的算力链条企业实现了明显的基本面兑现,股价呈戴维斯双击,比如光模块、服务器等。而偏应用端的AI品种,仍缺乏基本面兑现,处于主题投资范畴。”王博认为,在AI新一轮行情中,一方面仍可看好算力链条中价值量提升、基本面预期继续向上的品种;另一方面则可多加关注AI应用侧,把握2025年AI应用创新百花齐放的投资机遇,比如端侧硬件创新等,可能会有部分品种由主题投资逐渐兑现至基本面投资。

2 选股审美有别于传统

一个不容忽视的事实是,近两年来,基金经理选股的苛刻程度在急速提升。以寒武纪为代表的人工智能赛道,充满着技术、商业和盈利的不确定性,为何还令基金经理青睐有加?已披露的基金前十大持仓股数据显示,寒武纪约有近20%的股份被公募基金重仓持有,一些明星基金经理甚至将其买成了第一大重仓股。

针对寒武纪等标的大手笔押注,似乎背离了公募基金在科技赛道选股上的苛刻审美。不过,如此多的基金经理几乎不可避免地会将寒武纪等标的纳入重仓股,无疑也凸显了这种一致性的押注有别于传统的审美,更加注重对远期空间的判断。

“初期成长型科技公司,因尚未盈利,传统财务指标如现金流难以对其价值进行评估。”林

清源认为,科技路径的不确定性,导致专业投资机构之间也存在较大分歧。针对此类科技公司的审美,应更加注重市场空间、团队研发、技术能力、商业落地等因素。

赵鹏飞认为,公司的基本面不仅仅包括当期财务报表所反映的数据,也包括市场对企业未来的展望和预期的贴现。由于巨大的研发投入,使得上述相关企业当期报表处于亏损状态,但随着AI不断发展带来算力需求的不断扩大,将在很大程度上提升这些上市公司的订单和收入。在费用相对刚性的情况下,这些公司未来实现扭亏为盈甚至大幅盈利的概率很大。同时,也应该看到,很多个股在经过大幅上涨后会存在估值泡沫,但只要AI产业的大趋势不变,这些公司还是有其重要的产业价值和风向标意义的。

上海某科技主题基金的基金经理对证券时报记者表示,他的选股标准包括以下几个方面:第一,技术创新是科技股的核心竞争力。需关注标的公司在人工智能等领域的技术领先性和研发投入强度,比如是否拥有先进的算法、芯片架构等核心技术,以及研发费用占营业收入的比重等。第二,行业地位和市场份额也至关重要。龙头企业通常能获得更多的市场份额和资源倾斜,具备更强的议价能力和盈利能力。第三,财务健康与盈利能力是公司持续发展的基础。健康的财务状况和良好的盈利能力,能够为公司的研发投入和业务拓展提供有力保障。第四,行业前景与成长性也是重要的考量因素。投资者需要关注人工智能等科技行业的长期发展趋势,进而挖掘标的公司的成长潜力。第五,风险管理与估值合理性也不容忽视。合理的估值是投资科技股的重要前提,而良好的风险控制能力能够降低投资风险,提高投资的安全性。

3 估值容忍之辩

无论投资标的所处的行业地位如何,投资的最终归宿还是要回到“业绩上涨带动估值回归合理”。

在市值站上3000亿元之后,寒武纪的市销率也遥遥领先于同行。在基金经理眼里,这到底是贵了还是仍便宜,或者说基金经理如何对此类标的的确立估值?

“随着产业生命周期的逐渐演进,估值在我们选股中所占的权重会逐渐抬升,但在标的公司的成长早期可以容忍更高的估值。”南方科技创新基金经理王博称,针对科技股的估值大致可以分为以下几个步骤:一是厘清行业属性;二是界定产业所处的生命周期;三是对以上两点和不同估值方法所适用的情境进行匹配,进而选定合适的估值方法对其予以评价。

王博进一步解释,按企业生命周期评估,有两种情形:一是初创期,企业盈利模式尚未清晰,通常使用市占率等非财务指标,可采用历史交易法、可比交易法等估值方法。二是成长期,企业经营和盈利模式逐渐清晰,盈利未稳定时可用P/S、P/FCF估值法;当企业跨越盈亏平衡线

并保持高速增长时,可使用PEG估值法。如果按企业所处行业特征来评估,也有两种情形:一是资产属性。重资产且账面价值相对稳定,适用P/B估值法;相对而言,轻资产则更适用P/E、PEG等估值法。二是行业周期性。强周期行业不适用P/E、P/FCF等指标,更适用P/B指标;对弱周期行业而言,大部分估值方法都较为适用。

张林认为,以人工智能为代表的科技公司,更加注重技术能力和技术壁垒。科技股行情的一个特征,是以技术突破驱动的行业爆发式增长,因此技术能力是选择股票的核心标准。其次,是公司的管理能力、交付能力。一般来说,科技行业的发展速度较快,技术路径变革具有不确定性,只有技术储备丰富且产能充足或者扩产速度较快的公司,才能快速抓住发展的机会。

显然,基金经理对科技股的估值方法各异,唯一不变的视角是紧跟企业生命周期所反映的产业趋势。朱辰喆认为,估值反映企业的成长前景,产业趋势明确向上时,盈利和基本面有望延续较高增长的标的,估值也能有相应的提升。科技股的估值取决于多个方面,比如行业的成长空间、渗透

率提升的趋势、业绩增长的斜率、竞争的稀缺性和护城河等。在选择股票时,估值非常重要,但并不意味低估值就一定值得配置,在不同赛道、不同阶段,投资标的也适配于不同的估值体系。

“估值的本质,是衡量公司的内在价值与市值匹配度。在国内单边市场环境中,科技股估值的性价比与资金认同度高度相关。”林清源表示,相比国际市场的多空博弈,国内市场更多依赖于能否吸引足够的资金认同参与。即使标的的估值偏高,只要核心资金看好其成长性,就可能推动其价格进一步上行,投资者需关注市场热度与趋势预期对估值的推动作用。

“以人工智能为代表的科技股,其核心审美标准是产业趋势和产业生命周期的位置,远期空间大于即期利润。”王博认为,科技股为远端现金流定价资产,如果产业趋势兑现、渗透率开始加速向上,业绩往往呈非线性增长。因此,与消费股、周期股的投资逻辑有所不同,对于科技股的投资,一方面需更关注产业趋势的确定性,比如自主可控/国产替代、科技革命、场景革命等;另一方面还要更加关注处于产业生命周期早期的赛道,比如渗透率在0-20%的品种,往往有更大的远期空间,因此对于即期业绩、估值等因素,可适当放宽要求。

寒武纪2023年以来月K线走势

