

“大厂”财报透露液冷赛道起势玄机 基金经理按图索骥优选一类股

证券时报记者 安仲文

透过互联网“大厂”最新披露的财报，基金经理看到了液冷赛道的诱人“钱景”。

1 基金经理借财报深挖新机会

■ 资本开支与景气度投资密切相关，已成为基金经理选股的一个重要指标。资本开支出现扩张，往往意味着企业看好未来盈利格局，并拓展能力边界。景气上行且伴随资本开支扩张的领域，资产价格一般会迎来正向反馈。

Wind 数据显示，液冷成为基金经理近期获取业绩弹性最高的赛道，浪潮信息、英维克、飞龙股份、高澜股份等个股成为基金的新宠，并推动相关基金闯入业绩排行榜前列。

截至9月7日，全市场主动权益基金近一个月收益弹性最高的5只产品分别为长安鑫瑞科技、中航机运领航、长安宏观策略、信澳业绩驱动、凯石澜龙头经济，收益分别达到 49.65%、46.82%、46.21%、44.97%、43.49%。这些产品之所以在短时间内实现了较高收益，正得益于对液冷赛道的重仓。

所谓液冷，是指通过液体介质实现电子设备散热的技术，在人工智能(AI)算力设施中扮演着关键一环。这一细分赛道

近一个月以来，重仓液冷标的的产品在全市场主动权益基金的收益弹性排名中频频刷榜，此前获配仓位较为有限的液冷股正赢得机构资金越来越多的拥抱。

为何表现得如此强势，基金经理又是如何做到精准挖掘的？

“我们的研究团队梳理和分析了许多互联网公司的二季度财报，找到了‘资本开支猛增’这一关键词和共同点，这为我们提供了一条介入液冷赛道的有利线索。”华南一位基金经理对证券时报记者表示，二季度，阿里巴巴、腾讯以及北美四大互联网公司主要反映在 AI 基础设施上的资本开支持续上修，而液冷技术作为算力基础设施的核心升级方向，或将释放行业需求扩张的红利。

获得近一个月涨幅冠军的长安鑫瑞科技基金，其基金经理王浩聿同样也是在财报中发掘了上述线索。“在海外各大云厂商发布业绩后，我们发现北美‘大厂’已经开始了新一轮竞赛。”王浩聿认为，本轮需求转向了推理，而推理的背后是商业闭环的形成，因此投入的持续性要比上一轮更强，相关赛道或将迎来戴维斯双击。

根据各大上市公司披露的财报，今年二季度，阿里巴巴资本开支 386.8 亿元，同比增长 219.8%；腾讯资本开支同比增长 119%，达到 191.07 亿元；谷歌、微软、Meta、亚马逊等海外四大公司的资本开支合计达到 874 亿美元，同比增长 69%。

资本开支与景气度投资密切相关，已成为基金经理选股的一个重要指标。资本开支出现扩张，往往意味着企业看好未来盈利格局，并拓展能力边界。景气上行且伴随资本开支扩张的领域，资产价格一般会迎来正向反馈。

2 技术升级预期吸引基金重仓

技术替代与升级，是基金经理重仓液冷赛道的另一逻辑。

广发科创主题基金经理贾乃鑫告诉证券时报记者，芯片有功耗就需要散热，比如长时间使用的手机，为解决其发热问题市场上出现了散热背夹等；另外一个例子是家用电脑，解决散热问题的办法从风冷过渡到了液冷。而具体到算力芯片 GPU，随着芯片功率越来越高、集群功率密度越来越大，冷却系统和电源系统需要与芯片深度耦合在一起，即需要芯片厂家同时考虑冷却和电源问题，由此也进一步提高了液冷的价值量和技术壁垒。简言之，就是液冷的需求越来越大，技术含量也越来越高。

民生加银科技创新基金经理范明月表示，今年以来，液冷赛道有着明确的产业逻辑支撑，核心是在算力需求爆发下，人工智能生成内容(AIGC)带动单机柜功率密度快速提升，由此带来的散热需求已经突破传统的风冷散热上限。至此，液冷

成为技术刚需，行业需求也迎来了“从 0 到 1”的拐点之年。从经济性的角度来看，液冷在全生命周期成本更低，具备了长期经济性。

“随着 AI 功率密度的升级，传统的风冷技术不再满足散热需求，液冷则成为散热技术的一次重大产业升级。”长城数字经济基金经理韩林认为，核心因素是持续增强的芯片算力对更优降温技术的需求加快，液冷渗透率将迎来跨越式提升。长期来看，液冷将从“可选”变为“必选”，并向两相冷却、浸没式等更先进技术演进，重构数据中心基础设施的生态。

创金合信数字经济基金经理王鑫也表示，当前风冷技术已无法满足高功率设备的散热需求，技术替代与升级成为产业发展的必然选择。液冷虽非全新技术，但过往因产业需求必要性不足而未大规模普及，2026 年或成为液冷技术规模化落地的关键节点，需求爆发已具备了明确的产业支撑。

3 看好产业逻辑带来量价齐升

未来，液冷赛道的行情可持续性如何？对此，多位基金经理认为，随着液冷渗透率持续提升，量价齐升或让液冷赛道行情不亚于光模块与 PCB 的行情。

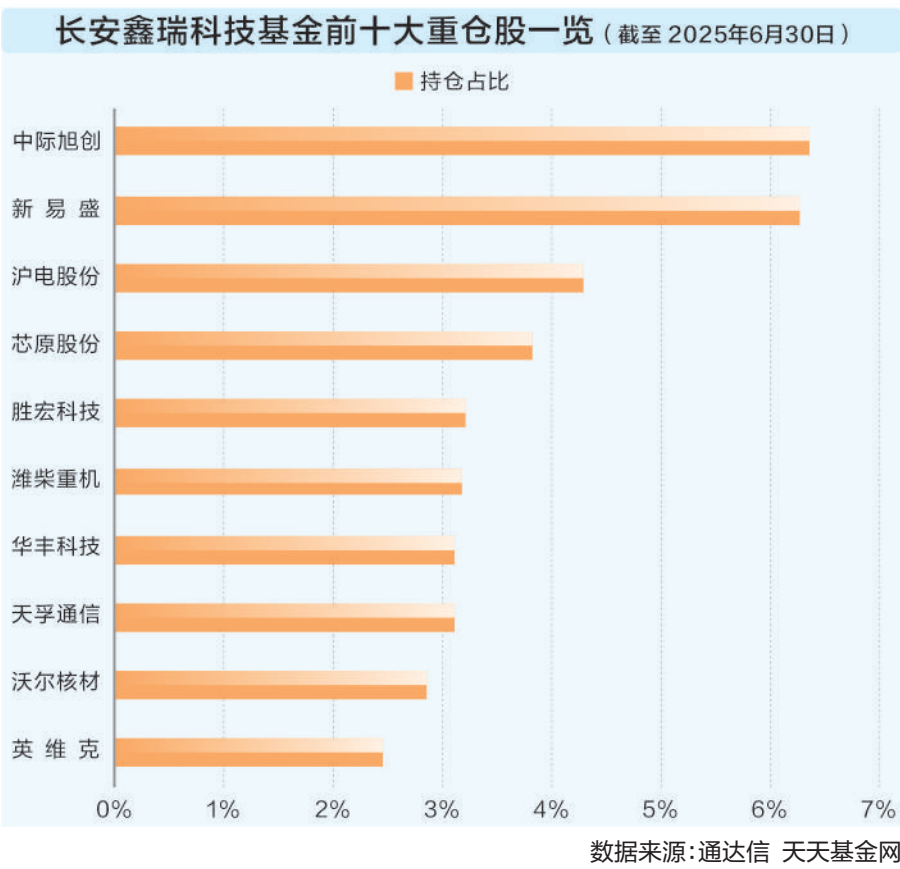
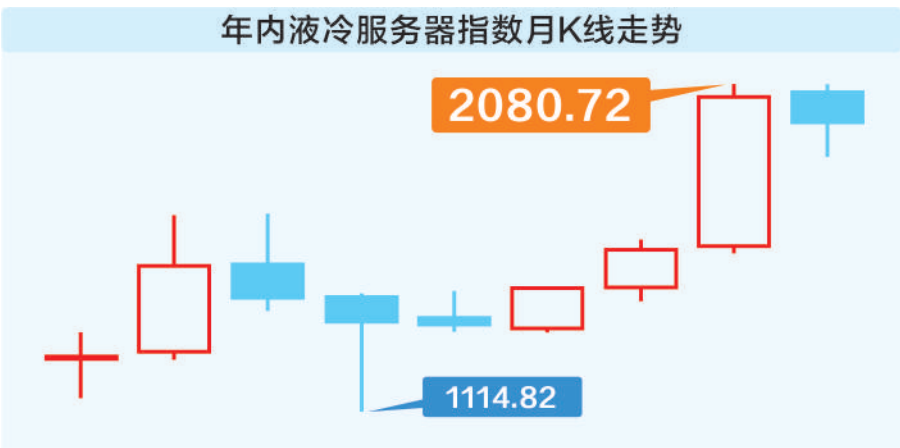
贾乃鑫表示，在芯片、液冷、通信、电源等 AI 产业链的几大细分赛道中，液冷可能是最有通胀属性的。当前，芯片依然在工艺提升的进程中，通信光模块则从 800G 升级到 1.6T，电源 PSU 的单位功率也在变大，这些细分赛道的效率都在提升，通缩明显。而液冷的上限是宏观物理规律，比如水的比热容、铜的导热率，因此液冷可能有更强的通胀属性，持续性也更强。液冷行业未来的催化，可能包括国内 AI 液冷的大规模应用、液冷技术的新进步等。

“虽然液冷赛道短期涨幅较大，乐观估值较贵，但相关公司未来可触达的利润规模同样也很大。”范明月认为，国内公司布局海外市场最难的实现“从 0 到 1”的突破，一旦破冰，国内上市公司的竞争优势将逐步凸显，龙头公司有望演绎类似光模块、PCB 的行情。

韩林强调，液冷赛道正在展现确定性高、持续性强、空间广阔产业趋势，并逐步从导入期迈向高速成长期。从产业阶段来看，当前的液冷有点类似于 2023 年光模块的起点，今年一季度才开始有部分液冷解决方案出货，二、三季度则逐季呈现了加速的趋势，明年行业渗透率有翻倍的可能。随着下一代方案不断推出，液冷行业有望进入量价齐升的时代。

王鑫认为，液冷是 AI 产业链中价值量较高的细分领域，赛道行情正从“预期交易”转向“基本面驱动”。前期，液冷赛道行情主要基于千亿市场空间的预期展开，后续将依赖基本面边际变化。

他进一步表示，液冷赛道要打开后续空间，需匹配一些内外部逻辑。内部逻辑方面，企业需加快技术落地(如高功率适配能力)、推进大客户合作落地，实现从“技术储备”到“业绩兑现”的转化；外部逻辑方面，AI 服务器功率提升节奏需符合预期、海外大客户订单也向国内供应商倾斜，同时避免技术迭代对行业需求的冲击。



4 基金选股注重有无海外客户

尽管基金经理对液冷赛道表达了看好态度，但在股票审美上仍有一些问题需要解决。

韩林认为，液冷解决方案商和关键组件商的龙头份额较为集中，主要还是以中国台湾地区的供应链为主，中国大陆企业则具备后发优势，不少上市公司已有一定的解决方案能力以及响应优势，并切入了供应链，未来机会将逐步显现。

韩林还表示，在当前的服务器散热技术中，风冷技术仍占主导(渗透率>80%)，但液冷技术的渗透率已从 2023 年的个位数，迎来了快速提升的产业变化阶段，预计到 2026 年 AI 服务器中液冷的渗透率将达到 30%~50%。

根据第三方调研机构测算，2026 年英伟达 GPU 以及云厂商 ASIC 芯片的液冷空间约千亿元。韩林判断，液冷解决方案(冷板、管路、快接头、CDU 等)的单机柜价值量是传统风冷的 5~15 倍，整柜液冷价值量在几万到十万美元区间，液冷赛道已具备中长期的投资机会。

“目前，英伟达产业链主要由中国台湾地区的企业供货，且以服务器机柜内的配套为主，中国大陆厂家处于积极送样阶段。”贾乃鑫表示，国内非英伟达产业链过往的液冷渗透率还不高，且液冷主要应用于机柜外，预计从明年开始，大陆的互联网“大厂”会积极推进液冷方案，从而为相关液冷公司的发展提供机会。

至于如何具体选股，贾乃鑫认为这有着一定的审美因素需要考虑：首先，英伟达产业链优先，因为该产业链上的相关液

冷企业利润率最高；其次，中国大陆企业凭借产能能力、工程师红利，未来预计也会扩大市场份额；最后，须评估液冷企业所处的阶段，是在送样还是已经量产，以及公司在英伟达机柜内的供应格局是否占优。

值得提及的是，由于液冷赛道下游客户的需求高度集中，不少基金经理强调，液冷公司绑定大客户的能力也是选股审美中不可忽略的一大要素。

王鑫告诉证券时报记者，目前，液冷赛道的需求主要集中在海外互联网科技巨头方面，因此拥有核心大客户资源尤其是海外 AI“大厂”客户且拥有散热技术研发或制造能力的企业，也就具备了跨界切入液冷赛道的潜力，这类企业有望借助资源优势快速打开市场。

“优先选择已拥有海外客户的液冷企业，液冷作为出海新品种，一般会让国内厂商面临技术、认证及本地化运维等多重挑战。”范明月认为，投资中需优先考虑确定性，其次是弹性。因此，投资者可优先选择明确进入海外供应链、产品布局全面、具备系统化落地能力和经验的龙头公司。在弹性层面，目前国内厂商还很难直接参与到海外系统集成业务，更多是在实现几大核心部件的单项突破。相较而言，优选有明确海外突破、卡位优势明显的液冷零部件公司，就显得更为重要。



上周，国际金价再创新高，带动黄金股行情继续走强。与此同时，年内黄金类 ETF 的规模也水涨船高。

随着全球宏观环境的不确定性加剧，黄金的配置价值不断强化。资金通过 ETF 等工具迅速进入市场，不仅推动相关产品的规模持续扩张，并且将“风口”逐渐延伸至产业链相关领域。

业内人士认为，在去美元化和央行购金潮的背景下，黄金的战略地位愈发凸显。叠加降息预期与高债务风险，黄金正处于新一轮周期的起点，进一步释放长期避险资产的功能。

金价推动 年内黄金ETF快速扩容

上周，市场避险情绪显著升温，黄金成为投资者追捧的焦点。受此推动，以黄金股为代表的有色金属板块领涨，长江证券黄金指数单周大涨 10.75%。

金价方面，截至 9 月 5 日，伦敦现货黄金收于 3586 美元/盎司，周涨幅达到 4.04%；国内现货市场同步走强，上海黄金交易所 AU9999 收于 819 元/克，周涨幅为 3.81%。

金价持续走强，也推动相关基金产品规模不断扩容。

数据显示，截至 9 月 5 日，华安基金、博时基金、易方达基金和国泰基金旗下 4 只黄金 ETF 的规模均收获了较为明显的增长。其中，华安黄金 ETF 规模逼近 600 亿元，位居同类产品首位。

今年以来，黄金 ETF 整体规模呈现快速扩张趋势，仅华安黄金 ETF 就增加了逾 300 亿元规模，博时黄金 ETF、易方达黄金 ETF 和国泰黄金 ETF 也均实现了超百亿元的增量，显示资金对避险资产的高度关注。

从近一个月的情况来看，虽然黄金 ETF 的新增资金速度有所放缓，但市场热点开始向黄金产业链延伸。永赢中证沪深港黄金产业股票 ETF 在近一个月新增资金约 30 亿元，表明部分投资者已从单纯的贵金属配置转向更广泛的黄金产业投资。

在资金涌入与避险逻辑的推动下，黄金类 ETF 的规模扩张趋势仍在延续。

外资机构现身 黄金ETF投资主体多元化

近期，随着上市公司半年报披露完毕，黄金 ETF 的持有人结构也显山露水。

证券时报记者注意到，黄金 ETF 已进入多只 FOF 组合的投资名单，成为资产配置的重要工具。

比如，华安黄金 ETF 的持有人中包含了华安盈瑞稳健优选 6 个月持有 A、前海开源康悦稳健养老一年持有 A、交银安享稳健养老一年 A 等，上述 FOF 均将该 ETF 纳入核心配置。

博时黄金 ETF 同样受到青睐，被浦银安盛颐和稳健养老一年 A、东方红颐和积极养老目标五年持有 A、建信优享平衡养老目标三年持有 A 等产品持有，凸显黄金资产在多元化配置中的价值地位。

值得关注的是，部分外资机构也出现在黄金 ETF 的持有人名单中。其中，巴克莱银行成为华安黄金 ETF 的重要投资者，持仓占比达 1.11%，该机构同时也在博时基金、易方达基金、国泰基金旗下的黄金 ETF 中有所布局。这也意味着，黄金 ETF 正逐步吸引国际资金参与，投资主体的多元化趋势愈加明显。

从持有人结构来看，机构投资者仍是黄金 ETF 的主力军，持仓比例维持高位。

其中，华安黄金 ETF 的机构持仓比例约为 65%，易方达黄金 ETF 的这一比例约 83%，博时黄金 ETF、国泰黄金 ETF 的机构持仓比例甚至分别高达 95%、94%。机构资金的高比例的持仓，不仅增强了产品的稳定性，也凸显机构投资者对黄金长期配置价值的认可。

未来，基于避险需求持续存在，黄金 ETF 有望在机构与外资的共同推动下继续保持在公募基金产品中的重要地位。

去美元化背景下 黄金再获结构性支撑

在去美元化的大背景下，全球央行购金潮仍在延续。

华安基金指出，各国纷纷通过增持黄金、减持美元资产来分散外汇储备，黄金现已成为全球第二大储备资产。

展望后市，9 月美联储若重启降息，降息大周期或将利好黄金。同时，当前高利率与高债务并存，导致美国政府债务利息成本极高，美债和美元信用危机仍存，央行购金延续，黄金仍在新周期的路上。

富达国际基金经理 Ian Samson 也表示，黄金再次受到投资者青睐已是无可争议的事实。当债券无法承担分散风险的作用时，黄金依旧可作为多元化投资的选择，保持其终极“避险资产”的地位，以抵御通胀和宽松经济政策带来的影响，并受益于结构性趋势。

在他看来，美国经济或将在未来几个月放缓，甚至存在滞胀风险，因此黄金的前景仍值得看好。“我们从未见过关税政策不确定性和变化如此之大，其影响仍未完全消散，黄金的终极‘避险资产’地位使其在面对任何进一步不确定性时均处于有利位置。”

与此同时，投资黄金的结构性叙事仍然稳固。Ian Samson 认为，外汇储备管理机构仍在买入黄金，同时全球黄金 ETF 持仓也持续增加。包括中国内地、印度及土耳其等正结构性地增加黄金持仓，以分散对美元的依赖。



券商中国
ID:quanshangcn

金价迭创新高
外资机构也青睐黄金ETF

证券时报记者 王小牟