

广发基金陈韞中:

# 基于全球产业比较 以周期视角投资成长

□本报记者 万宇

陈韞中:中国人民大学本科,美国杜克大学硕士。8年证券从业经验,超过两年投资管理经验。2019年2月加入广发基金,曾任电子行业研究员,现任广发中小盘精选基金经理。



## 深入研究新兴产业机遇

在成长行业中,新兴产业一般是最容易出现大牛股领域,但新兴事物或者技术的发展往往不会一蹴而就,甄别“价值量”最高的环节,感受市场的热度,有助于找出真正的阿尔法因素并且避免情绪退潮之时的回撤。

在陈韞中看来,一般科技行业的产业成长遵循“Gartner技术曲线”,会经过技术萌芽期、期望膨胀期、泡沫破灭期、产业化成功期等阶段,在不同阶段,资产估值不同,能够“跑”出来的公司往往也会有明显的变化。如果在新技术发展初期就进行系统性研究,将有助于对产业变化做出相对前瞻的预判。

“我是iPhone第一代手机的尝鲜者,后来只要有新奇的科技产品上市,我总会抱着极大的热情去探究一番。”陈韞中以人形机器人为例向中国证券报记者分享了新兴产业研究方法。2022年,马斯克在投资者大会上宣布将推出特斯拉机器人,这有点像iPhone第一代发布时的状况,处于“Gartner技术曲线”早期——技术萌芽期。“未来,如果这个产品或类似产品走向产业化,很有可能会诞生超过手机和汽车的新增市场。”

基于此,他借鉴苹果手机产业链的研究方法,对人形机器人产业的发展动向进行分析。陈韞中首先想到的是从芯片产业链中去寻找产业动向。此后,他的想法在汽车上市公司的经营情况中

得到交叉验证——因为汽车产业链与人形机器人产业链有交叉和重复,后来按图索骥,陈韞中找到了更多的线索,已提早进行布局。

“在这个过程中,你要去看哪些东西‘价值量’比较高,哪些环节比较关键,哪些产品或者技术的实施难度比较大,哪些部分是中国的产业链能享受得到的,找出来提前布局。”陈韞中说。

在分享新兴行业、前沿的技术时,陈韞中眼神更为明亮,言语之间体现出他对成长行业的热爱。过去八年,他始终专注于成长行业研究,从科技、新能源到大制造,以稳扎稳打的姿态拓展自己的能力圈。与此同时,他也对自己的研究方法进行复盘和总结。例如,近一两年,特斯拉人形机器人和ChatGPT-PT的出现以及由此在资本市场掀起的科技投资浪潮,促使他对新兴产业的投资方法论进行了深入思考。

“想象空间大的新兴产业往往是超级成长股的诞生摇篮,未来在人工智能的不断迭代发展过程中,一定会有一批公司呈现出非线性的快速成长,让投资者得以分享丰厚的收益。”落到实践上,陈韞中认为,在科技产业“从零到1”的阶段,即进行深入的产业研究将变得尤为重要。如果投资者没有“从零到1”的参与经验和产业认知,想要在后续“从1到10”的过程中受益变得非常困难。

## 关注人形机器人投资机会

近年来,一系列新技术的出现,不仅为社会进步提供了巨大的动力,也为资本市场带来了丰富的投资机会。复盘2023年,科技领域关注度最高的投资当属人工智能(AI)。“未来AI的发展方向是AGI,也就是所谓的通用人工智能。”在陈韞中看来,这个方向具有非常大的投资潜力可以挖掘,但要精选其中有基本面支撑的标的,其更关注的是硬件创新的机会。

陈韞中指出,从硬件的角度看,AI的硬件是AI服务器及其周边配套设备,AI服务器比普通服务器价格高几倍,且未来几年AI服务器市场有望迎来强劲增长,有望创造出一个典型的量价齐升的高增长市场。在当前的AI服务器市场上,GPU已成为主流芯片,龙头公司市场份额约占80%以上,与该龙头公司相关的公司值得重点关注。不过,他也提醒,科技行业的特点是变化快,不排除未来有其它竞争对手加大研发力度和市场推广,市场格局可能会由此发生变化。

陈韞中进一步介绍,从模型的角度看,预期海外OpenAI未来会推出GPT5,拥有更多的参数,更广泛的训练

数据集,同期,国产模型也会在这场竞赛中快速追赶。

在AI的应用端,陈韞中最为关注的是人形机器人。他认为,人形机器人有望成为通用人工智能的最大终端应用,拥有巨大的潜在市场空间。根据特斯拉2023投资者大会,马斯克预计,如果特斯拉机器人达到成熟可用状态,其数量可能达到数十亿台甚至更多,以其售价计算,市场规模或将百倍于汽车市场的规模。同时,从增速角度看,如果参照全球电动汽车与智能手机发展历程,预计2025-2035年人形机器人销量复合年均增长率为40%左右,人形机器人领域较高的成长增速有望为资本市场带来显著的投资机会。

“基于全球产业链的比较优势,预计中国将在人形机器人发展的道路上享受到硬件创新的发展机遇。”陈韞中表示,以特斯拉人形机器人为样本,其构成中50%以上成本来自硬件(旋转关节、线性关节、手部关节)。而“中国制造”过去在新能源、半导体、汽车行业的成功,也有望在人形机器人领域中得到复制。

## 把握产业趋势做投资

从行业周期出发,寻找优质成长股,这种投资框架需要具备多学科的专业知识基础,互相印证和补充,多视角思考,才能形成对市场 and 行业更全面、更深入的理解。而陈韞中的扎实基础来源于他天生炽热的求知之心和丰富的专业学习及从业经历。

他本科就读于中国人民大学,聚焦会计专业。由于大三时的交换生经历,陈韞中在研究生阶段选择去美国杜克大学攻读环境与政策专业。这是一个跨学界的学科,除本身专业之外,还要去经济学院、商学院、法学院上课,学习经济、能源技术、环境技术、法律等方向的专业课程。

2014年毕业后,陈韞中加入某港股上市公司,负责资本市场相关业务。在为期两年的工作中,陈韞中萌发了专注做二级市场研究和投资的念头。2016年,陈韞中进入一家私募机构负责TMT行业研究。随后几年,他逐步积累了对科技板块的认知和研究方法论,并在半导体产业建立了相对完善的研究框架。

值得一提的是,由于专业基础广泛而多元,陈韞中的研究视野比较开阔,他喜欢在全球范围内去做产业比较,同时通过交叉验证寻找确定性,把握产业趋势。

“同步感知才能看得更全面。其他国家或地区的产业趋势及发展阶段,可为我们提供有用的研究教材。”陈韞中介绍,当研究一个行业时,如果只看A股公司,也许只能看到事物的一面,如果能把韩国、日本、美国等市场相关产业的发展阶段都研究清楚,看到的事物就是多面的。

例如,2019年二季度,陈韞中先于市场向投资团队推荐半导体板块的配置机会,就是基于全球半导体增长趋势下的研究分析。一方面,他通过对芯片代工龙头台积电的跟踪及时观测到产业出现边际变化,加上存储器市场见底,模拟芯片厂商订单回暖,陈韞中判断行业或在当年二季度迎来拐点;另一方面,当时国内半导体行业面临的贸易环境发生变化,陈韞中认为在不确定的氛围下反而会孕育新的机会。正如其分析,半导体在随后近两年迎来了一波大行情。

2021年9月,陈韞中的工作岗位从行业研究转为投资管理,在国际业务部担任基金经理,管理广发中小盘精选。随后,他把看科技行业的研究框架用到新能源、大制造、生物医药等成长性行业,并基于不同的行业周期寻找成长股的机会。

“成长类行业的行业周期是有迹可循的,比如2021年半导体需求出现了非常隐蔽的松动信号,在模拟功率类芯片依旧供不应求的状态下,存储芯片的现货价格竟然低于合约价格,这是未来需求转弱的一个重要指征,如果能够及时调低对半导体的配置权重,那就能避免后续一年多的全球半导体下行风险。”在陈韞中看来,以产业比较思维做研究,把握产业趋势做投资,可帮助投资人员从行业的角度出发看企业,更大程度地把握行业的成长收益。

“尽可能在把握行业周期的情况下,寻找最优的成长股。”这是广发基金国际业务部基金经理陈韞中对于成长投资所坚持的信条。

“不能因为成长性好就忽略了周期。把握产业发展周期,既有助于把握‘价值量’最大的投资机会,也有助于回避产业发展低潮期带来的波动,提升投资的效率。”在陈韞中的投资框架中,行业周期是极其重要的一个因子,他认为,行业周期的判断有助于更好地获得“景气度助攻”,或者说“景气度保护”。

陈韞中在投资成长行业时,会尽量在合适的周期位置入手,力求获得更好的超额收益。据银河证券统计显示,在沪深300指数跌幅超过10%的2023年,陈韞中管理的广发中小盘精选逆势实现1.13%的正收益,在1524只偏股型基金中(股票持仓60%-95%)(A类)位居前列。