

景顺长城基金农冰立:

AI投资需更精细化 聚焦产业趋势受益标的

□本报记者 张韵



重视产业趋势研究

中国证券报:能否跟我们分享下您任职基金经理以来,投资框架发生过哪些变化?您现在的投资框架是怎样的?

农冰立:2018年我开始管理基金的时候,刚好遇上市场整体调整,投资策略比较保守,投资的行业和个股相对分散。后来经过不断的摸索和思考,逐渐将投资方向稳定在以科技为主、叠加少量消费行业标的。

之所以选择以科技为主,是因为在进入金融行业之初,我是TMT行业的研究员,既当过买方研究员,也当过卖方研究员,在硬科技产业的研究和资源方面有更多的积累。叠加少量消费投资的原因是考虑到科技行业作为成长风格投资,往往弹性较大,配置一些消费股,有利于控制基金净值的回撤。

另一个比较大的变化是在2022年之前,我更多遵循自下而上的选股路径,绝大部分时间放在对单个公司的分析上,彼时这一框架是奏效的。但2022年之后,市场整体下行,一些领域的基本面质量下降速度较快,导致原本从个股出发的投资框架出现一定程度的失效。我从中反思,并在随后的投资框架中新增了对产业趋势的研究。虽然现在形成的投资框架落脚点还是个股,但相较于过去,我至少会腾出一半时间去研究公司背后的产业趋势。

中国证券报:能否具体谈谈您所说的产业趋势研究?

农冰立:产业趋势研究方面,我非常关注两个问题:一是某个特定产业趋势是否能在未来两到三年内,保持较高成长性或是较稳定的增速状况。如果有些产业开始出现增速放缓,甚至不增反降的情况,我通常会予以回避;另一个就是思考产业的竞争格局变化。只要出现竞争格局改善的行业,哪怕背后的增速没有那么高,很多公司都会逐渐产生投资价值。

中国证券报:您刚刚提到,您会在自下而上选股的基础上,加入对个股背后产业趋势的分析。落到投资组合的构建上,您会如何操作呢?

农冰立:对应到投资组合构建上,我倾向于根据不同类型的产业趋势特点进行分类选股,主要类型包括相对成熟行业、高增长长期行业和发展初期行业。

在相对成熟的行业中,由于其竞争格局通常已有改善,对应的公司估值相对稳定,不会有特别大的波动。在投资这类公司时,我会更加关注公司的盈利情况和收入质量,如净利润和毛利率。这两个指标表现较好,往往意味着公司在产业中的竞争格局和地位占优。这类资产可以成为有利于降低基金净值回撤的选择。

在高增长期的行业中,相关市场规模增速可能在30%至40%之间,甚至更高,有些公司阶段性的营收增速还可能超过100%。这是目前受到成长风格投资青睐的一类资产。对于这类资产的投资,比起净利润和毛利率,我会更关注公司的收入增长空间。但对于这类资产,投资需要对波动性有合理预期,这类资产由于参与者众多,市场预期容易被拔得很高,从而容易出现非常大的波动。

在发展初期的行业中,很多公司可能还没有实现盈利,甚至有些公司收入还不太稳定,只是有些订单。但这些公司在特定的时期也会有较好的投资价值。对于这类资产,我也会适当参与,并更加关注公司的边际变化,研究公司的在手订单情况,研判其未来可能的业务和收入方向。

农冰立,曾任泰达宏利基金研究员,天风证券研究所电子行业首席分析师,工银瑞信基金研究部分析师、基金经理。2022年加入景顺长城基金,现为景顺长城品质长青混合、景顺长城北交所精选两年定开混合的基金经理,景顺长城新兴产业混合拟任基金经理。

个股集中与行业分散

中国证券报:在您提到的三种类型资产中,您更偏好重仓哪个类别,为什么?

农冰立:我通常对这三类公司特别是前两类公司都有一定程度的涉猎。当市场出现特定的产业趋势变化时,我会加大对第三类公司的投资。比如, AI产业大趋势出现从算力到应用的转变时,第三类公司的投资比例就会增加。就2025年而言,我可能会对第一类和第三类资产更加青睐。

说到重仓,我对重仓的态度是要么不买,要买就重仓。我不会在短时间内买很多、很杂,然后去做交易。我更愿意做的是对看好的标的先逐渐形成底仓,在研究得愈发清楚或看好的标的出现阶段性回调的过程中,不断加大配置,最后形成重仓。近一年来,个股集中度的提升是我在管基金业绩的一个重要来源。

中国证券报:截至2024年末,您在管的景顺长城品质长青混合前十大重仓股占比超过60%,确实呈现出明显的集中持仓特点。敢于重仓,容易提升组合的进攻性,但也很需要勇气,您是否担心持股过于集中可能会带来大幅回撤的风险?

农冰立:在个股的集中配置上,我追求的是提高个股的投资胜率。而且,在重仓股的选择上,除了刚刚提及的产业趋势外,我也会思考个股跟产业趋势的匹配度。因为有时好的公司受到其特定经营周期、经营产品和业务构成的影响,在特定的产业趋势里未必是好的股票,或者说在某个阶段表现可能没那么好。

举个例子,随着DeepSeek的出现,许多公司声称自己与DeepSeek有关联,这些公司可能分布在硬件、软件甚至各个行业。然而,DeepSeek带来的变革究竟主要影响哪些层面?会深刻改变哪些行业?这些行业中的公司

是否都能从中受益?这些都是需要仔细甄别的问题。

如果匹配度不高,哪怕是一些质地很好的公司,但新产业趋势对其带来的业务增长只有一点点,这样的公司我也是不会买的,因为它容易降低我组合的锐度和效率。我会非常重视甄别某个特定的公司在特定产业趋势下的稀缺性和唯一性,然后才进行重仓。

此外,尽管个股分布相对集中,但在行业分布上,我会采取适当分散的策略,以实现攻守兼备。这种适度的行业分散有助于降低基金组合的换手率,避免调仓过于频繁和剧烈。毕竟,行业变化通常是渐进式的,这能给我的调仓留有更充足的时间,从而更好地应对市场波动。

中国证券报:您在管的景顺长城品质长青混合前十大重仓股在2024年不断加大了对港股的配置。截至2024年末,前十大重仓股中,港股占了一半。如此大手笔切换至港股的原因是什么呢?

农冰立:这倒不是说港股好公司比A股多,而是当时港股很多好公司确实已经跌得比A股便宜。港股市场涌现出了很多投资性价比高的资产。这主要是A股和港股之间的估值差导致的,等估值差收敛的时候,我可能又会切回A股。

此外,由于港股具有双边交易机制,当行情趋势出现的时候,投资者可能会有二次上车的机会,但在A股就容易直接踏空了。港股还是一个相当看重基本面的市场,当资产基本面出现好转迹象时,资金会比较认可此类资产的投资价值,带来股价上涨。在2024年下半年可以看到陆续看到,很多港股公司基本面已经出现向好,这是促使我调仓港股的原因之一。

未来不仅关注算力

中国证券报:春节之后,DeepSeek引发的AI投资热潮成为市场一大焦点,并被认为或将掀起中国资产重估行情。但随之也有观点认为,短期过快上涨可能透露出市场情绪过热。您是如何看待此轮AI产业链的上涨行情?

农冰立:中国资产这轮上涨背后有DeepSeek的影响,但也不全是DeepSeek的因素。毕竟DeepSeek出来以后,不是所有公司都在涨。大规模的中国资产重估可能还没有完全出现。因为中国资产本身是一个很大的权益概念,既包含传统产业,也有科技产业。真正深度受益于DeepSeek的公司可能并没有市场预期的那么多。

但毫无疑问,DeepSeek问世是非常重要的标志性事件,带来的变化也将非常大,但落实到投资上,可能还需对它所影响的层面进行仔细分析。

至于市场短期预期是否过高,我认为这不是核心问题。即使短期内投资过热,市场也会通过阶段性调整逐步回归合理定价。DeepSeek的问世确实会加速国内互联网平台公司在大模型领域的业务进展,并推动科技产业多个环节实现边际收益,例如消费电子、半导体、软件应用等。科技产业如同一台精密的机器,环环相扣,一旦前行的齿轮开

始转动,必然会传导至后续环节,从而对整个产业链产生广泛影响。这一大方向依然明确存在。

中国证券报:您刚刚提到产业匹配度的问题,在看好AI大方向的基础上,您认为哪些细分领域与产业趋势的匹配度会更高?您更关注哪些投资机会?

农冰立:我认为,AI产业链的投资机会将进一步增多。相较于以前,未来的投资重点可能不仅关注算力,也要开始关注AI应用层面。在我看来,算力仍然有投资机会,只不过AI产业链投资的重心和选择会变多。而且,就2025年而言,算力领域可能会是一个更偏向追求阿尔法(超额收益)而不是强调贝塔(市场整体收益)的状态。

从产业趋势来说,一个大级别的科技产业趋势通常会有三个阶段:一是通过硬件或技术层面的创新带来某种技术和使用体验的根本变化,比如计算机、智能手机等产品出现;二是硬件的不断迭代发展,比如电脑、手机的不断更新升级;三是发展到偏应用的阶段,而且不同的应用也在不断迭代,最后趋向成熟。

具体到细分领域上,就现阶段而言,国产算力、AI医疗、新势力整车厂、互联网、软件科技等都是我比较看好的投资方向。