

当估值锚遭遇景气度：

# “老登小登” 正面交锋

□本报记者 王雪青

“老登”与“小登”，一个从戏谑开始的梗，如今成了投资圈新的叙事符号。

从南方基金恽雷自嘲自己略显“老登”的投资组合表现落后于市场；到价值派投资者董宝珍直言自己如果不当“老登”的话，可能就没有未来；还有基金经理在三季报中提醒，风险和收益是相伴而生的，没有完美的资产，没有稳赚不赔的生意，无论“老登”“小登”标的皆如此。标签背后，是风格与周期的正面碰撞。

在极致分化的行情中，究竟该坚守“便宜是好货”的估值哲学，还是拥抱“未来即估值”的景气趋势？在多变的市场环境下，哪些概念昙花一现，哪些又成为穿越周期的基石？在纷繁复杂的市场环境中，如何构建属于自己的、可持续的投资体系？

近期，中国证券报记者采访了老、中、青三代基金经理以及第三方评价机构，试图站在不同视角，探讨上述问题的答案。



视觉中国图片

## 投资圈直面“老登小登”

9月初，今年A股市场热门标的中际旭创，遭遇了一场口水仗。一家机构分析师怀疑市场对中际旭创2027年250亿元的利润预测“只存在于EXCEL表里”，旋即引来了另一家机构分析师在朋友圈回怼“买你的白酒去吧，老登”。

“老登”与“小登”的讨论从此愈演愈烈。在刚刚披露的基金三季报中，不少基金经理加入了这场讨论。

“所谓‘老登’与‘小登’，一边是偏好成熟行业龙头，较少关注短期波动和概念炒作的群体，一边是喜欢追逐新兴技术、关注短期股价弹性和市场热点变化的群体。在一个群体的世界里，三季度赚钱似乎很容易；而在另一个群体的世界里，低波也成为了被市场遗忘的理由。”天弘优质成长企业精选的基金经理陆骥在三季报

中表示。

“老登”原为东北方言（贬义指“老家伙”），后因谐音梗和网络传播而被股市借用，带有戏谑色彩，其反义词顺势变成“小登”。在多数人看来，“小登股”的代表是机器人、AI算力和半导体等；“中登股”的代表行业是有色金属、电力设备、生物医药和国防军工等；“老登股”的代表行业则是房地产、银行、食品饮料和煤炭等。这一划分不仅是投资者年龄的划分，也是投资风格的划分。随着2025年市场的剧烈分化，投资风格的收益差距在账面上被急速放大。

南方基金的基金经理恽雷在三季报中坦言，今年以来自己管理的产品存在比较明显的业绩压力。尤其在三季度，伴随着市场对人工智能算力需求预期的进一步提升，不少科技公司

估值大幅扩张，自己略显“老登”的投资组合远远落后（市场）。他说，当“勇气”和“成长”变成基金业绩和排名的胜负手时，自己关注的自由现金流收益率、股息率、估值显得多少有些不合时宜。

截至三季度末，恽雷管理的南方产业智选主要持仓是中国海洋石油、美的集团、汇丰控股、渣打集团、腾讯控股等公司，该产品A份额在第三季度的净值增长率为7.09%。“尽管身处逆境，但也是一次检验自身的机会，需要不断磨炼心性，保持平常心。”恽雷表示，“依然会坚持价值投资风格，遵守自己的投资纪律。”

“市场以‘老登、中登、小登’来划分股票，我们眼中可能只有商业模式的优劣、护城河的深浅、价格相对于价值的溢价与折扣，持仓不可

避免地落到‘老登’的范畴。”天弘价值驱动基金经理杜广表示，“三季度对我们尤为重要的启示，是商业世界演绎的复杂性和动态性，需要我们在坚守能力圈和拓展能力圈之间做到更好的平衡。”

形成鲜明对比的是，重仓算力领域的基金在三季度业绩一飞冲天。例如，永赢科技智选A第三季度净值几乎翻倍，该产品基金经理任桀2018年加入永赢基金，证券从业7年，目前管理规模已超百亿元，成为今年“新生代”基金经理的代表之一。“5月至8月，海外算力板块完成了一轮业绩与估值的双击。”任桀在季报中提醒，“永赢智选系列作为工具型产品系列，不要用过去的业绩去预测未来，任何风险资产都不是只涨不跌的，要当心估值扩张周期后的均值回归。”

## 投资坐标：估值锚与景气度

“老登”与“小登”真正的区别，不在资产范围，而在定价体系。前者的投资坐标是“现在”，后者是“未来”。

“投资理念的代际分化与年龄有关，也有认知框架的路径依赖，但并非与年龄绝对对应，更多是基于不同的投资风格和思维方式，本质是产业结构转型、投资理念迭代与投资者结构变化的集中体现。”盈米东方金匠投顾团队表示。

以当前最火热的光模块、半导体等科技领域为例，依赖估值锚和景气度的评价或者结论截然不同。

从景气度视角来看，财通基金的基金经理金梓才在三季报中表示：“直到今天，我们仍然认为A股市场低估了海外算力整个板块业绩增长的持续性和成长空间，大部分A股投资者并没有意识到算力在这轮产业革命中的重要性，继而在估值上给予了较为保守的判断。视频推理的加入将带动算力需求，目前算力的

需求增长可能仅仅是开始，可以预见未来推理端算力需求的广阔增长空间。”他表示：“基金将在符合产业趋势的正确赛道上，投资较为优秀的公司。”

鹏华基金的基金经理闫思倩在三季报中表示：“AI的科技周期至少持续5年至10年，当前仍处于产业化初期的前两年。光模块、PCB、液冷，迎来全球AI需求进一步爆发，行业供不应求比前两年更加突出和持续。基金将在继续关注科技成长主线的时候，适当配置业绩超预期及低估值个股机会。”

从估值锚视角出发，一位资深的价值派基金经理表示：“对未来成长的乐观预期本身并不足以支撑我的投资决策，定价仍需基于可验证的盈利能力、成长确定性、商业模式、护城河、合适的贴现率等要素。同时需警惕两类风险：一是以短期高增速线性外推长期空间；二是因景气高企而忽视潜在新增供给带来的回报下行压力。”

“如果让我在当前时点去买一家市值约6000亿元的公司，我需要看到十年后它的年度净利润达到2000亿元，并且能够稳定维持。同时，这一成长过程必须在不依赖再融资的情况下完成，因为再融资会影响估值模型的成立。在当前的成长赛道中，有没有符合这个标准的公司？”一位长跑型基金经理对中国证券报记者表示，其对热门科技股的态度不言自明。

“只要价格足够低，可以先不管趋势逻辑；如果价格太高了，再诱人的逻辑都不会买。”另一位价值派基金经理直言。

而在传统的金融、地产等板块，不少价值派基金经理嗅到了机会。

华泰柏瑞新金融地产的基金经理杨景涵表示，2025年三季度，坚持价值投资规律和常识阶段性会在净值上出现一定的回撤和落后。但从长期价值投资的视角来看，这样的极端行情可能反而是提升投资组合内在价值的好机会，因

为许多原本具有相当好的估值修复机会的个股由于市场风格的原因可能出现了超预期的滞涨或下跌，有更多机会调整组合结构。

“我们长期将继续关注以银行为首的大金融板块的价值修复机会。”杨景涵表示，“银行资产质量预期改善的趋势没有改变，金融体系和宏观经济的系统性风险边际下降，地产板块的阶段性困难或在某个时刻迎来政策累积效应的提振和进一步增量政策的改善，保险和券商也有持续的估值提升机会。”

还有资深基金经理认为：“当下市场中买入景气赛道，卖出红利股、价值股的交易行为，其实是处于某种受迫的状态。从过往经验看，受迫交易往往不是好交易。这恰恰也给予我们机会，去捕捉那些受迫卖出的低估值公司和红利股。从常识层面来看，高度一致的预期通常难以产生超额收益；相反，在无人问津时布局，往往能提供更具有确定性的回报。”

## 兼容并蓄：拓展能力圈是重要课题

“树不会长到天上去”，价值回归是金融市场的基本规律。无论是“小登股”的火热还是“老登股”遇冷，都难以摆脱这一规律的制约。那么，究竟哪些概念是“昙花一现”，哪些又是“穿越周期”的基石？

“从巴菲特的案例来看，价值投资风格是可以持续整个投资生涯的，无论市场风格在短期如何变化。”天相投顾基金评价中心在接受中国证券报记者采访时表示，“听其言，观其行”，可以通过分析基金经理在管产品数据，来判断其在实际投资过程中是否践行了自己的投资理念。

盈米东方金匠投顾团队表示，其看重的基金经理可持续特征是拥有一套清晰、稳定、严谨、可描述、可复制的投资逻辑，规模扩张后策

略不变，从理念到执行无偏差，具有超越市场的认知，并能清晰界定其能力范围，能抵抗市场噪音与排名压力，坚守自己的标签，同时保持思维开放、持续进化。

结合中国市场特色，如何做到在投资长跑中持续进化，将成长与价值投资能力兼容并蓄，是摆在更多基金经理面前的课题。

拓展能力圈就是一个重要环节。恽雷在三季报中以打网球举例：“你需要一个多样的武器库，这样即使其中一个（武器）出了问题，你还有其他的可以依靠。当你的技战术信手拈来时，获胜变得相对容易。但有时候你会感到心力交瘁，有时会背疼、膝盖疼、不舒服或害怕，但你还是有办法获胜。这些胜利是我们最引以为豪的，因为它们证明了你不仅能

在最佳状态下获胜，也能在你状态不佳的时候（获胜）。”

那些风格兼容并蓄的选手如何面对近期的极致分化行情？一位均衡型基金经理表示：“很多年前，我们就关注光模块行业，认识到该领域天然具备高波动、周期性特征，若以十年以上维度来看，它是优质的配置工具；若仅持有2-3年，则只能做波段交易。今年6月底至7月初，我们通过与行业核心高管的一线调研后确认，AI基础设施建设进入了新一轮周期，光模块将成为关键环节。我们的预测比市场研报观点更乐观一些，所以快速加仓龙头公司。”

“在每一次成长周期里面，不能因为一眼看过去某家公司PB或PE很高，我们就不做研究

了。很多时候，只是因为不够了解而错过。我们应该先深入研究，再回过头来说估值是贵还是便宜。”上述基金经理总结称。

再比如新消费，也是代际分化明显的板块。一位均衡型基金经理表示：“新消费是有机会的，但是对于擅长传统消费的基金经理来说，确实要把很多脑子里的固有观念先清除掉，再沉下心来学习和理解。要保持一个年轻的心态，并且善于观察和总结。”

“市场短期是投票机，长期是称重机。但是，市场适合你风格的时候总是少数的，你需要有其他两把‘刷子’，在市场不适合你风格的时候生存下来。”这是一位资深公募基金经理常对新人说的话，很多时候，这也是基金经理们长期面临的课题。