

明泽投资马科伟：

市场上行逻辑未变 A股“这次不一样”

□本报记者 王雪青



马科伟，明泽投资创始人、董事长，“明泽投资策略体系/MK-LY模型”创始人。
香港大学博士，16年证券投资经验。擅长宏观研判与基本面研究，长期深耕节能环保
及非银金融领域，坚持安全第一、重视估值，着眼成长与产业价值发掘。

好公司是“沼泽地”

经过一万小时研究打磨，明泽投资搭建了一套系统的投资策略，核心可概括为“三个对象+六大元素+一票否决+ESG全流程评价”。自上而下，该策略通过发掘宏观经济中的关键点，确定产业投资方向，依托产业思维确定行业和公司价值，以负面清单确保自身安全边际，利用ESG评价体系为投资全流程保障。自下而上，在关键点上进行具体研究对象的全方位研究，包括财务报表、盈利模式、管理层、价格等多个维度。

具体来说，“三个对象”包括趋势、趋势的偏离、结构。“这是明泽投资策略的根本。”在马科伟看来，“顺势，谋定而后动是成功最主要的前提。”

“六大元素”是指：行业和公司、流动性和投资者情绪、盈利增长及结构、估值、政策、周期。

“‘一票否决’的负面清单是明泽投资的特色。我们始终秉承不懂不碰的敬畏心。”马科伟说，“从财务角度来讲，例如ST公司、经营性现金净流量为负的公司，公司不诚信、公司实控人有问题，我们不会投资；以及上市公司存在非特殊原因在过去三年内频繁更换会计师事务所、律师事务所，且出现两年更换一次情形的，我们不会投资。”

“在选公司时，财务报表是必然要看的前提。”马科伟说。但在财报之外，他更看重公司管理层的治理。“好的事情是人做好的，坏的事情也是人做坏的。”马科伟对“龙头公司”有自己的定义标准：不是看营收最大，而是看净利润值最大；如果两个差不多，就看经营性现金流是否为正。更深一层的判断是——“如果产品和服务能变成消费者的信仰，像可口可乐那样，它就能享受长期的估值溢价。”

聊到喜欢什么样的公司，马科伟打了一个比方，他更喜欢一个企业像“沼泽地”，而不是

一座“高山”。高山从草甸绿植到耐寒果实和雪峰，层层叠叠、令人仰望，但“木秀于林，风雨摧之”，容易发生雪崩。沼泽地则不同，它可以孵化出周边更多的小草小花、藤蔓、参天大树，形成更强的生态复制力。“我们想找的，就是有这种生态的公司。”

“看人比看报表更重要”——这个理念，在马科伟2019年研究某养殖企业时体现得淋漓尽致。当时外部扰动因素引发中国猪产业链的深度变革，他判断这不是简单的周期性事件，而是从农业化向工业化转型的长周期事件——胜者为王，要拼资金、拼战略定力、拼传承。

那段时间，马科伟把网上能找到的创始人家族所有文字和视频信息都看了一遍，连上综艺炒菜的节目也没放过，累计看了70多个小时。这个过程近乎“笨拙”——没有研报模型，没有量化回测，就是一篇一篇地“啃”。但结论逐渐清晰：“这个企业具备在产业转型中争得一席之地财力、战略定力和传承可能。”马科伟回忆，当时市场上质疑声不少，但他判断的核心不是短期猪价，而是这个企业能不能在农业的工业化浪潮中活到最后。结果证明了他的判断——这笔投资在一年多时间里带来了约十倍的回报。

“中国企业的实控人家族对公司治理的重要性占比，比海外高得多。”马科伟认为，除了上述公司之外，明泽投资还对更多养殖、新能源等领域的公司做过类似的系统调研。

他还分享了一个挖掘好公司的窍门：很多人喜欢听上市公司董事长和董秘讲自家公司，但更有效的方式，其实是问他们产业链上下游哪家公司被看好、被低估。“比如，一个产业上游通常有几家公司，你提前做好功课，在对下游公司调研的时候可以请业内人士来确认，交叉验证之下，挖掘‘隐形冠军’的成功率会很高。”马科伟说。

坚定看好AI赛道

面对当前AI赛道的波动行情，马科伟的态度是坚定看好，但需要区分来看。

“AI的整体市场和技术成长市场，我认为只是刚起步。”他把AI智能体的诞生视为相当于人类历史上铁器的诞生——会对整个社会组织的沟通和进化速度产生质的变化。“从全球视角来看，韩国的存储公司、美国的AI原生公司，当前估值水平并不算高；站在AI全产业链来看，增长和资产质量足以支撑当前估值。”马科伟表示。

但他同时划出了清晰的边界：治理和现金流没有改善的传统公司，蹭AI概念需要警惕泡沫；真正打破垄断、能对标全球龙头的公司，叠加国产化和技术引领的双重估值体系，还有很大空间。马科伟表示：“如果AI科技公司明年的业绩或资本支出增速下降，市场可能会阶段下行，但这是成长过程中的回撤，不影响整体向上趋势。”

具体到操作层面，他的建议朴素而直接：“做好止盈，把持有成本降下去。等产能扩张、供应量增加、价格下降，财务模型开始下修时，再做进一步投资决策。”

马科伟对AI的拥抱不止于投资判断。2024年起，明泽投资就要求员工主动学习AI应用，平均每两周做一次培训。2025年2月，公司委托外部机构与香港大学合作开发投研系统。今年4月，明泽投资上线了第一个数字员工——研究助理“研博”，大大提升了公司的投研效率。

从实业转型投资十余年，马科伟仍然保持着一些不寻常的习惯。从2016年开始，他每个周末晚上写一篇“明泽观察”，是整个市场中比较少见的坚持。“读书时觉得写作不是个难事，但真正十年坚持下来，每个周末晚上时间复盘，灵感好的话四个多小时写完，有时需要琢磨更久，我希望能一直坚持下去。”

阅读也是明泽投资重要的企业文化。马科伟从2017年开始整理“明泽书单”，到现在更新了12次，累计134本书。这些看似与投资无关的坚持，在马科伟看来恰恰是认知迭代的方式——做投资最大的幸福，就是有机会跟这个社会上最高认知的人交流。“定期跟行业顶尖的人爬爬山、聊聊天，讲讲社会发展、人文故事、技术应用。这种多巴胺的分泌，对我来说是非常享受的一件事。”他说。

“一万小时”的“笨功夫”

一缕檀香若有若无，身后一整面墙的书——走进马科伟的办公室，第一感觉是沉静。财务出身的他，2014年从节能环保行业转型做投资，创立明泽投资。公司的企业使命是：做百年资产管理人。

“行稳致远”四个字，马科伟反复提及。在他看来，投资天生带杠杆，基金经理对逻辑的理解与认知底座必须扎实。“不懂的东西千万不能碰”——这是写进公司投资策略体系的一票否决原则。

他信奉“一万小时定律”——2017年决定把节能环保作为重点研究方向后，团队每天投入12到14个小时，达到了常规一万小时训练的效果。“看一家节能环保公司，我大概一看公司业务架构，就知道成长性在什么地方；看地方政府财政实力、水价和电价，大概就能判断业务天花板。”这种本能反应，靠的就是那段时间的极致专注和复盘。

“古人讲‘静能生慧’。一定要做一次‘一万小时’的训练，做完之后，在其他事情上就会有更多的淡定和理性。”马科伟说，“现在看一个新领域时，心里会想，才看了一个月，认知还是有限的，大概还得再看一年。”

正是这份敬畏，让他在2024年的至暗时刻做出了逆向决策。当时，公司的产品净值处于历史低位，他拜访了很多市场人士，三个判断始终没有动摇：第一，中国资本市场有前途；第二，监管希望市场更加健康，中国特色的问题要用自身特色解决；第三，金融对实体经济和科技产业的支持是强国的底座。他反复观察制造业——新能源汽车产业链蓬勃发展，航空航天、人形机器人、AI基座都在持续发力。“既然很多行业企业在做对的事，市场不可能很差。”2024年7月底，马科伟把公司管理的产品仓位打到八成以上。

8月中旬，他给自己放了半个月假，去找人文方面的前辈聊历史、聊更深远的东西。“让自己心静。”他回忆，“没想到拐点来得那么快——很快就出现了‘9·24’行情。”

回顾这场绝地反击，马科伟再次表示，核心判断是央行创设两项结构性货币政策工具，打通了货币政策与资本市场之间的传导通道，让A股有了制度性的流动性来源，这是里程碑的事件。“只要这个政策框架不变，中国资本市场就是一个‘新的市场’。”他同时表示，“任何投资决策一定要在有限条件、有限时间内来评价。市场没有常胜将军，不能把过去的成功经验简单做复制。”

“到目前为止，我在2024年10月提出的‘这次不一样’观点依然有效。”马科伟说。

“大家说投资中最贵的一句话就是‘这次不一样’，但‘这次不一样’不是一个孤立的判断，它有前提，有后缀。”

2024年10月，A股刚出现“9·24”行情，明泽投资创始人、董事长马科伟在一场名为“这次不一样”的路演上，旗帜鲜明地表示：央行创设互换便利和股票回购增持再贷款两项结构性货币政策工具，直接为资本市场提供流动性支持，这是中国资本市场绝对的标志性事件。在最近接受中国证券报记者采访时，他说，只要这个政策框架不变，中国资本市场就是一个“新的市场”。

从实业转型投资十余载，马科伟一直把“如履薄冰”挂在嘴边。2023年遭遇从业以来最大回撤，2024年7月逆向满仓、8月给自己放了个假，然后就迎来了“9·24”行情——跌宕起伏的实战经历，让他对周期的理解刻骨铭心。

谈到AI赛道的波动行情，他同样有话要说：“仍然坚定看好AI科技。”他同时表示，好公司不等于好股票，能变成信仰的公司才能享受长期溢价；而找到这样的公司，靠的不是报表上的数字，而是“一万小时”研究的“笨功夫”。因为投资本质上是认知的变现，唯一不变的，是古话一句——“静能生慧”。