

中欧基金冯炉丹:

锚定市场主线 继续捕捉AI红利

□本报记者 魏昭宇



冯炉丹,复旦大学金融学硕士。2016年7月加入中欧基金管理有限公司,历任研究助理、投资经理、投顾代表、研究员,现任基金经理。

厘清商业化边界后的差异化布局

作为深耕科技成长领域的基金经理,冯炉丹将AI产业链划分为“0到1”和“1到10”两个阶段,分别对应技术迭代期和商业化爆发期。“0到1阶段是技术快速进步,但还没有跨越大规模商业化门槛的时期;1到10阶段是技术突破后,商业化落地加速,收入和利润进入可预测爆发期的阶段。”她表示,两个阶段的投资逻辑完全不同,必须严格区分。

在她看来,当前人形机器人、端侧AI等都处于0到1的阶段。其中人形机器人是物理AI的核心载体,是连接虚拟世界和现实世界的桥梁,“未来它的市场空间完全可以比肩大语言模型,但目前还处于非常早期的阶段”。她表示,当前国内头部机器人企业的订单多来自科研、展演场景,尚未触及大规模商业化的临界点,“我们想看到的是机器人真正进工厂、进家庭,这需要两个核心条件:一是智能化能力足够成熟,二是成本降到可接受的范围”。

从供应链结构来看,智能机器人涵盖了摄像头、深度视觉等传感器,关节、减速器等运动执行部件以及各类结构件、控制芯片等环节,中国企业在多数环节都已具备全球领先的竞争力。

“一方面是中国企业的研发响应速度,能伴随客户需求快速迭代产品;另一方面是规模化量产的降本能力,海外企业即使技术上略有领先,但大规模扩产后成本难以和中国企业竞争。当然,目前最核心的是要比拼智能化能力。”她判断,2026年或是机器人量产的元年:“国内企业已经达到千台甚至万台级别的量产规模,海外头部企业下半年也即将启动量产,未来远期目标可观,量产后采集的真实数据会反哺模型迭代,形成良性循环。”

端侧AI同样是0到1阶段的典型赛道。“目前还没有出现杀手级产品,核心瓶颈有两个:一是硬件能力,比如AI眼镜要做到全

天佩戴,重量必须控制在几十克以内,还要有彩色显示能力,续航也要支撑全天使用等;二是软件能力,当前的交互逻辑还是基于手机系统的延伸,但端侧AI的交互应该是革命性的。”她提到,相关行业已经在做各种尝试,比如小型键盘、此前出现的AI项链等产品,都是在探索原生交互的可能性。

AI应用同样是0到1阶段的核心方向,但内部结构已经出现分化。“当前的爆品比如AI视频生成工具以及各类编程助手,本质上还是B端或小B端的效率工具,还没有出现面向普通C端的娱乐级、入口级应用。”她认为,未来AI应用的两大增量空间分别是娱乐类和入口级应用:“娱乐类比如可以根据玩家行为实时生成的游戏,入口级应用则是能深入生活,改变社交、上网、使用AI方式的超级应用,这类应用的价值会远远超过当前的模型公司。”

她特别提到,Coding已经率先进入1到10的阶段:“它的市场空间是从0到1到10的完整增长,而其他应用比如广告素材生成等,更多是节约成本或改善型需求,虽然已经在使用,但单独的市场空间数据还不清晰。”

对于0到1阶段的二级市场布局,她有着严格的纪律:“我们不会像一级市场那样投得非常早期,主要关注两类机会:一是技术变化打开了更大的市场空间;二是技术演进缩短了商业化落地的时间,让我们能更清晰地看到兑现路径。同时我们会严格控制这类标的仓位,因为二级市场对确定性的要求更高。”

冯炉丹特别提醒,要警惕“技术真空期”。“0到1阶段最容易陷入的陷阱是——每天都有新技术发布,技术迭代很快,但要么没有打开更大的市场空间,要么没有缩短商业化落地的时间。这时候技术迭代只是存量博弈,不会带来增量价值,这个阶段就是典型的技术真空期。”

在极致变化中锚定确定性

冯炉丹的投资框架带有鲜明的跨行业研究印记。入行之初,她先后覆盖了银行、有色、金融、传媒、计算机等多个行业,这种看似分散的经历,反而成了她研究AI的独特优势。“研究银行让我对流动性的变化非常敏感;有色金属是典型的周期行业,让我理解了科技成长本质上是周期上行阶段的成长,不能脱离周期谈成长;研究传媒、计算机等TMT行业让我对新兴产业的技术变化、商业模式迭代更敏感。”这种立体的认知框架,让她在面对AI这种兼具高成长和高波动的赛道时,既能把握产业趋势,又能敬畏市场规律,不会陷入“唯技术论”的误区。

对于下半年的投资,冯炉丹明确将ARR作为核心观测指标,“到了现阶段,不仅为投入买单,更需要为收入和利润买单”。她也关注Token结构的变化。随着Agent执行复杂任务带来更高的Token消耗,部分企业开始建立预算、限额、模型路由、缓存和成本监控机制。

这是需求退潮的信号吗?冯炉丹的判断是否定的,她认为这更像云计算发展过程中的FinOps(财务运营)阶段:当AI从试验性工具进入企业运营体系,成本管理会变得更加精细。短期来看,这会提高市场对模型厂

商和应用公司的盈利要求;中长期看,能够降低单位任务成本、提升集群利用率、形成明确ROI(投资回报率)的基础设施和应用公司,反而会获得更高的产业价值。

对于市场热议的“AI是宏观免疫资产”的说法,她也给出了不同的答案:“AI的估值和基本面都高度依赖流动性环境。一方面流动性收紧会通过DCF(现金流折现)模型压低成长股的估值;另一方面,AI资本开支很大一部分来自企业融资,流动性收紧会导致融资规模下降。”但她表示,“我不会把投资建立在宏观预判上,而是做右侧应对。”

冯炉丹的投资决策背后,离不开中欧基金“科技战队”的支撑。据了解,中欧基金在科技赛道实现专业化分工,团队成员分别深耕半导体、硬件、软件、互联网、AI模型等不同细分领域,通过高频沟通和产业链交叉验证,形成了对科技产业的全方位覆盖。这种协作模式,让她能在快速变化的市场中保持定力。

她坦言,“我们是在做变化很快的成长风格投资。组合层面动态计算整体回撤空间,过程中灵活调整,事后及时复盘,努力将波动控制在可承受范围。市场情绪高涨的时候多考虑风险,市场悲观的时候多考虑利好因素,把预演方案做得更细致。”

产业链价值正在发生迁移

冯炉丹对AI产业的演进划分始终围绕模型能力的跃迁,这一视角贯穿了她三年的研究脉络。“2022年底大语言模型推出是第一个里程碑,当时市场第一次看到了Transformer架构下大语言模型的通用能力,这个阶段最紧缺的就是GPU等算力基础设施。”到了第二个阶段,思考模型产品落地,市场第一次意识到模型具备了“思维链”能力,推理模型的出现让AI从“玩具”向“工具”迈出了关键一步。当前产业正处于第三个阶段,大模型在代码(Coding)这一垂直领域的落地能力已经得到验证,“模型不仅能回答问题,还能独立完成复杂的编程任务,这意味着AI已经开始真正创造商业价值”。

这种产业演进直接推动了价值链的重构。按照业内提出的AI“五层蛋糕”模型:从下到上依次为能源、芯片、基础设施、模型、应用。“早期投资我们聚焦芯片和基础设施层,因为这是当时最紧缺的环节。后来大家发现美国电网建设滞后,能源成为制约算力扩张的瓶颈,但我们的测算显示,能源在整个AI投资中的占比其实是下降的。”

她认为,当前价值迁移的最显著特征是模型层的占比快速提升:“过去大家用AI的频率低,付费意愿弱,但最近半年多个产品的用户付费率大幅提升,头部模型公司的ARR(年度经常性收入)增长曲线是过去几十年从未见过的陡峭斜率,持续的现金流让模型公司成为了整个产业链的资金源头。”

她特别提示,当前阶段“模型即应用”。“在Coding领域,模型已经取得了非常不错的战绩,金融、法律等垂直企业用户领域的收入也在快速起量,甚至普通用户端AI漫画等产品的商业化已经初见

端倪,这些应用和模型本身是密不可分的。”

对于当前市场热议的三类AI公司,冯炉丹有着清晰的定价逻辑。第一类是已实现利润兑现的 upstream 硬件公司。“只要资本开支的景气度还在,这类公司的收入和利润就会持续释放”。第二类是收入高速增长但尚未盈利的模型公司。“市场愿意给予高估值,核心是认可模型能力的壁垒,以及未来ARR持续增长的确切性。之前大家用PS(市销率)给SaaS公司估值,现在模型公司的收入增速太快,PS指标已经无法反映其价值,市场开始用ARR来估值。”第三类是面临被颠覆风险的传统软件公司,尤其是工具类、标准化的SaaS企业,“SaaS行业的本质是发达国家人工成本高,企业通过软件优化流程、节省人力成本来获取收益,但AI替代人工的效率远高于传统SaaS,成本却更低,这类公司的底层商业模式正在被颠覆。”

对于模型公司是否会通吃所有红利,冯炉丹持开放态度:“模型能力迭代越快,能力越趋向平权。未来有开源社区之后,怎么把先进模型做到每个人易得——老人会用、小孩也会用——目前门槛还很高,到了那个阶段,应用的机会会大量出现。”

她以移动互联网类比为:“参考移动互联网的发展规律,智能手机诞生多年后,各种通讯类国民级应用才逐步普及。AI应用或许也会遵循类似的节奏,未来会涌现出大量脱离大模型的独立原生应用。”在她看来,当前模型仍然是通用泛化的,更适合Coding等大规模标准化场景,但未来针对不同垂直场景的定制化应用会大量出现,“就像移动互联网成熟后,各类细分应用百花齐放一样,AI应用的爆发或许才刚刚开始”。

2023年以来,AI赛道成为A股市场最强主线之一,相关板块历经多轮显著上涨,不少龙头个股涨幅惊人。站在当下,本轮行情的可持续性、产业链利润分布的变迁方向,成为投资者关注的焦点。经历了三年多的演进,AI投资是否进入停滞期?还是正处于继续爆发的中场蓄力阶段?

近日,中欧基金的基金经理冯炉丹在接受中国证券报记者采访时表示,AI产业链的价值正在从基础设施层向模型层迁移,模型层的收入增长正在成为最核心的观测变量。她认为,当前阶段的核心特征是“模型即应用”,而未来真正的AI原生应用仍处于早期酝酿之中。