

中欧基金柳世庆：

中周期利好显现 在出清型行业找机会

□本报记者 魏昭宇



柳世庆,北京大学金融学硕士,曾就职于安信证券、北京鸿道投资,担任宏观、金融及地产研究员。2013年加入民生加银基金管理有限公司,曾任地产及家电行业研究员、基金经理助理、投资部总监、权益资产条线投资决策委员会成员、基金经理。2024年9月加入中欧基金管理有限公司,现任基金经理。

争取让组合适应各类市场风格

作为一名价值派基金经理,柳世庆在2026年的AI行情中并未完全缺席。基金定期报告显示,2025年二季度末,柳世庆管理的中欧价值发现便已将长飞光纤买到了前十大重仓股,同时开始逐步建仓中际旭创等企业;2025年末,中际旭创已成为中欧价值发现第五大重仓股;2026年一季度末,柳世庆持续重仓中际旭创等股票。

柳世庆告诉记者,自己过去投资AI的操作主要是用价值框架判断科技是否便宜、景气是否可验证。

他回忆去年调研一家科技企业的情形:当时市场对远期业绩的预期分歧极大,但经过实地调研,他认为当年的业绩至少应该大幅上修。按当时的市值和预期利润测算,对应远期估值都很低。在他看来,无论按成长还是按价值,这个价格都不贵,买的是“景气+低估”,不是“趋势+想象”。

柳世庆在科技方面的投资,离不开中欧基金科技投研团队的关键支持。柳世庆坦言,尽管自己不精通PCB等技术细节,但他向研究团队抛出了一个直击本质的商业

问题:未来算力再提升,究竟是光模块的技术门槛提升更快,还是PCB的不可替代性更强?其隐含的逻辑很朴素——任何新技术若成本过高,中下游工程都会妥协选择“效果够用、价格更低”的方案。科技团队的研究员明白他对于“高估值能否持续、替代风险多大”的担忧,将晦涩的技术路线翻译成了商业语言:光模块受带宽、速率和GPU升级拉动,传输能力是硬约束,产品必须持续迭代;而PCB承载的电信号可替代方案较多,若方案太贵或工程复杂,落地就会变慢。

这种配合让他这个“科技初学者”也能在自己不那么精通的领域做配置——不追求买在最前沿,只买在“景气可验证、估值未透支、商业可理解”的区间。

在柳世庆看来,A股多年没有哪个风格因子能长期单边有效,价值、成长、趋势、反转各有一段超额,逆风时也可能严重亏损。他自认价值因子暴露偏多,因此刻意用少量科技趋势、景气成长对冲,争取让组合能够应对不同市场风格的快速变化。

中周期中性偏乐观

谈及对市场的研判,柳世庆将后市判断概括为两个层面:宏观中周期偏乐观,但现实仍在缓慢修复;行业结构上,AI虽然景气度较高,但估值已不便宜,他更倾向于在出清较为充分的中下游、医药、消费及部分资源品中寻找机会。

在宏观层面,柳世庆给出了相对明确的判断:当前中国经济的中周期、产能周期大概率处于低位。他认为,当前产能与需求正逐步从供过于求走向平衡。当然,中周期上行并不意味着马上迎来全面繁荣,但企业盈利会被逐步抬高。他对比了2023年和2024年,当时中周期与短周期双双下行,市场极度防御,纯红利策略占优;而当前中周期若转入上行,即便短周期仍有扰动,整体也是在抬升的。由于中国企业多集中于中游制造环节,产能出清对中游盈利的改善最为直接;但考虑到汽车等行业尚未完全逆转,他对后市的态度中性偏乐观,而非全面进攻。

基于这一判断,柳世庆关注的方向正从过去偏上游周期,逐步向中游制造、下游消费服务延伸。在他看来,AI虽然景气度较高,但当前估值已不便宜,并非首选方向;反倒是那些经历出清的子行业,大多不依赖AI逻辑,估值处于低位,只要供需格局重建就能看到改善,这是他当前关注的重点。

对于AI的后市研判,柳世庆称将时刻保持理性。在他看来,国内外大模型进步、算力需求拉动基建,上半年资金集中涌入算力、光模块、电源等相关环节,各种“短缺涨价”的逻辑层出不穷;但供应链的大

范围错配并非长期状态,未来某个时点必然面临重构,精准预判拐点并不容易。他提醒,AI个股单独看各有逻辑,但合并起来看,全市场都缺货、都涨价的情形并不合理;加上部分资产已按远期估值折现,情绪驱动下的波动并非普通价值组合所能承受。他认为,再次出现二季度那种极致分化的概率较小,但AI内部的结构性价会仍在,只是更适合“缩圈到强壁垒”的标的。

消费与医药亦是柳世庆关注的重要方向。在医药领域,他较少关注创新药,更关注药房、化学制药、传统消费医疗等被市场忽视的品种。比如,药房是一个典型的供给侧出清案例:行业受医保监管趋严、合规成本上升影响,小型药店难以承受,而优质企业的同店销售、现金流和财务指标正在改善。随着周边小店退出,这些企业的获客能力与规模效应提升,合规成本被摊薄。这类资产长期无人关注,但分红和现金流已具备深度价值属性,如果再叠加基本面的分化优势,就符合他“便宜、出清、有增长”的选股标准。在消费领域,他坦言,该板块目前仍处于左侧,但自下而上仍有望挖掘超额收益。

近年来,A股主线快速轮动,核心资产、新能源、TMT、红利、AI各领风骚。柳世庆的做法,是打造一套“可解释、可分散、可纠偏”的投资框架:用宏观判断大趋势,用中观尽量避免盲目分散,用微观争取避免价值陷阱。他既不被AI高估值裹挟,也不因便宜放弃成长。这套打法未必最锋利,但却将景气、均衡两条线缝在一起,希望给予投资者更加稳妥的投资答案。

价值底仓加景气增强

在中欧基金,柳世庆隶属价值组,但他的投资思路与深度价值有所不同,他更希望在价格合理或低估的基础上,寻找有变化、有增长的公司。在柳世庆看来,自己是一位典型的均衡价值践行者。如果用更体系化的语言描述,他的方法是从景气度出发,牛市看估值、熊市看现金;中观盯住行业供需,微观聚焦公司质地;组合上追求低估值、高质量与多元收益来源。

有趣的是,宏观研判曾经有较长一段时间并不在柳世庆的投研框架中。“尽管我入行时便开始研究宏观,但在做基金经理的有段时间里更偏向自下而上择股。不过,这样的思路让我在2018年迎来挑战:当时挑的不少优质公司盈利判断基本正确、持续上修,但全年负收益、回撤很大,估值从历史中性偏低一路杀到极值。那时我便发现,仅靠行业与公司层面的研判是不够的,必须把宏观变量请回框架。”柳世庆回顾,“自此之后,我们就引入一部分宏观判断,争取应对、解释突发的临时风险。”

引入宏观后,他的投研分配可以简单概括为“宏观40分、中观30分、微观30分”,但这不是一成不变的比例,而是工作重心的分配:宏观不用来精准猜涨跌,而用来判断企业盈利方向、中周期位置、PPI与价格传导、流动性与估值位置;中观用来验证行业供需是否出清、景气是否向上;微观再落到公司竞争格局与阿尔法。他特别提到,宏观像拼图,把增长、价格、金融流动性、海外进出口、债券与股票估值拼在一起,但拼完不能只在宏观层面决策,必须和中观行业、微观企业相互验证。

前些年,柳世庆对宏观层面的判断是产能下行周期里“量增价跌”:GDP、工业增加值、用电量稳定增长,但供给释放导致价格下跌、企业“内卷”、供给周期长的物料产生积压。既然中下游竞争激烈,他便将投资目光瞄向了上游产业链:煤炭、有色、油运、电力等。“从宏观向下看,自然会把注意力转到上游瓶颈;再看中观微观,那些具备涨价弹性的公司就有可能变成最终标的。”

而到了今年下半年,柳世庆的思路逐渐产生了变化。究其原因,是柳世庆看到了“出清后的中下游”的投资机遇。以涤纶长丝行业为例,柳世庆表示,行业过去几年供给释放多,但下游需求并不旺,导致不少优秀企业的毛利率被极度压缩。但到了去年,该行业的整体产能释放基本完成,即便上游油价因地缘冲突暴涨,企业也不再靠新增产能增收,而是通过控制产量保价。在柳世庆看来,涤纶板块已满足“行业出清、估值不贵、景气逐步走强”的标准。

今年以来A股的分化,让“均衡”二字显得既朴素又稀缺。一季度地缘因素带来波动,二季度AI与非AI、成长与传统板块之间出现极致分化,光模块、算力、PCB(印制电路板)等科技硬件一骑绝尘,大量中下游制造、消费、周期品种却被资金冷落;进入7月后,科技内部也开始逆转,价值与景气重新成为组合管理绕不开的命题。在当下,如何既不放弃产业趋势,又不把组合押成单一赛道,成为主动权益投资面临的现实考验。

近日,中国证券报记者采访了中欧基金价值组基金经理柳世庆。他管理的中欧价值发现、中欧成长优选回报等产品,坚持的是一条追求“价值底仓+景气增强”的均衡路径:既看估值安全边际,也不排斥AI与科技景气;既用宏观周期判断企业盈利方向,也依据中观供需出清和微观公司阿尔法落地投资。在他的表述里,均衡不是机械平均,也不是简单“哑铃”,而是在价值底线之上寻找增量,在极致行情里保留反脆弱能力。柳世庆反而把不押赛道、不赌单因子当成了一项长期工程。