投资故事

答案不会立刻揭晓 段永平逆风局迎难而上





视觉中国图片

段永平最近没少挨骂。理由很简单：他买的股票，跌了。

从茅台到泡泡玛特，再到三季度增持近300万股拼多多，市场并没有送上掌声。评论区里常有声音问：“段永平买了，怎么又跌了？”“‘中国巴菲特’怎么不灵了？”

最新的焦点还有英伟达。黄仁勋离任后，段永平说自己“不看空”；随后的美股披露却显示，段永平旗下投资主体H&H已在三季度大幅减持英伟达。时间线的错位，又惹争议。

外界真正想问的是：一位曾经看对网易、苹果的知名投资者，到了六十多岁，还能不能看懂新的公司？

● 本报记者 王雪青

“孤独有时候价值连城”

段永平的投资故事，是从一家差点退市的互联网公司开始被外界记住的。

2001年，40岁的段永平退出企业经营一线，闲来做起了投资。偏偏这一年，美股互联网泡沫破了。刚上市不久的网易股价跌到1美元以下，面临退市风险，创始人丁磊一度想把公司卖掉。

走投无路时，丁磊找到这位比自己年长十岁的“小霸王前老板”，想请教游戏该怎么做。段永平后来回忆：“他都不知道我是谁，不知道听谁说我对企业的理解还有些意思，所以来找我。”

饭桌上，丁磊说网易准备转向自研网游。段永平听到了自己熟悉的生意——他做小霸王时接触过游戏，知道用户为什么愿意花钱。

他又算了一笔账：当时网易股价只有0.8美元左右，每股现金价值却超过2美元；而且用户没有散，游戏业务正在发展。在做了充分的法律风险评估后，他认定这是“用铜价买金子”的机会。

于是，段永平在网易股价不到1美元时开始买入。半年后，股价一度上涨20倍；此后他又持有多年，收获了堪称传奇的百倍回报。

“每天的买单可能有一半都是我的。当时感觉很孤独。”段永平后来回忆。这句话也成了他的投资金句——“孤独有时候确实价值连城”。

十多年后，类似的一幕又在茅台上演。

2012年底，白酒行业接连挨了几记闷棍。先是某龙头公司产品被检出塑化剂，紧接着，多重行业政策出台，高端白酒需求骤然降温。段永平却在这时买入贵州茅台的股票。他后来回忆，自己从每股180元左右开始买，饭桌上还有人劝他：“现在买太早了。”他的回答是：“现在就已经很便宜了，买了再说，继续掉的话，有现金就继续买。”后来茅台股价一路跌到120元附近，他也一路买。

段永平还把酒送去检测，也买了实物放着。在他看来，风波冲击的是短期需求，并没有改变茅台的品牌、口味和消费者信任。

“买股票就是买公司。”这是他至今常说的一句话。从网易、茅台，到后来的拼多多、泡泡玛特，他几乎每一次投资都是这么做的。

火了几年再买 也不一定算晚

网易和茅台，是买在危机时刻；苹果则完全不同。段永平买入时，几乎人人都知道苹果是一家好公司。

从2007年第一代iPhone发布至2011年初，苹果股价已经涨了数倍。段永平很早就留意过，却因为“已经涨了很多”，迟迟没有认真研究。真正让他对苹果股票动心起念的，反而是苹果掌门人乔布斯身体出问题的时候。

2011年1月，乔布斯休病假；8月，他辞去CEO职务。市场担心：没有乔布斯的苹果还是不是苹果？段永平看到的却是：产品、平台、供应链和企业文化已经搭起来了，不会因为创始人离开，第二天就散架。

他开始买苹果。那时苹果市值约3000亿美元，账上大约有1000亿美元净现金，年利润接近200亿美元。扣掉现金，相当于用约2000亿美元，买一家仍处在智能手机普及浪潮里的行业龙头。段永平估计，苹果未来几年的年利润可能做到500亿美元。

这笔账里还有他做消费电子二十多年的经验：苹果产品种类少，可以集中研发资源；采购量大，有利于降低成本和保持质量；型号少，库存和渠道也更容易管理。段永平说，这是他做消费电子时一直想做、却很难做到的生意。

2012年秋到2013年春，苹果股价一度从高位回撤四成以上，市场开始质疑库克，也质疑苹果的创新已经见顶。

段永平回头看了看，只写了一句话：“买的理由一条也没变过。”

如今，苹果是一家市值超5万亿美元的上市公司。这一次，他的确买晚了，只是没有太晚。

今年的泡泡玛特，又把同一道题摆到他面前。1月，他还说自己不理解人们为什么需要这些产品：“万一过两年大家都不要了呢？”3月，他看完泡泡玛特的业绩，读了公司掌门人王宁的访谈，又跑去门店看了看，随后收回了“不投资泡泡玛特”的说法。

5月正式建仓以来，他更是连续大手笔加仓泡泡玛特。

等他进场时，有人说他终于追上了年轻人的热点，也有人说他来得太晚了。

苹果的故事说明，好公司不一定只有最早买的人才能赚钱。段永平看好王宁，犹如之前看好拼多多的黄峥，他对企业家的判断，很多人还是信服的；只是IP潮玩能红多久，年轻人的喜欢会不会转身，这个问题需要交给时间。

最新争议来自英伟达

最新的争议来自英伟达。据披露，段永平旗下H&H三季度末持有英伟达约232万股，比二季度减少396万股，降幅约63%。由于这份披露距实际操作有一段滞后期，晚于他在英伟达原掌门人黄仁勋离任后的公开表态，于是，有网友调侃他“不看空，但减持”。

按时间线梳理会发现，段永平减持英伟达发生在9月底以前，黄仁勋11月离任是后来的事，不能用后来的风波解释此前的卖出。黄仁勋离任后，段永平先说，短期对生意不会有影响，几年后要看英伟达能不能找到好的CEO；随后又说：“不看空，但暂时也不加码了。看新的CEO怎么样吧。不过，我会把前段时间被call走的部分买回来。”

换句话说，段永平三季度减少的英伟达股份中，至少有一部分与期权被行权有关。

拼多多也是如此。段永平与黄峥相识多年，H&H连续加仓拼多多股份，但他也给这笔投资留过一句注脚：“风险投资，不是确定性投资。”熟悉创始人，不等于对风险和股价拥有十足的把握。

市场上涨时，人们争相模仿段永平；市场下跌时，质疑也会扑面而来。

其实，市场不需要造就一位永远正确的“中国巴菲特”。成熟的市场，也不该把希望押在某位投资偶像身上。

真正能给外界信心的，是仍有企业愿意在困难的时候做产品、做研发、做供应链；也仍有投资者愿意把目光放长一些，承担短期不被理解的代价。

基金经理同步校准标尺 AI投资迎来“重构”时刻

● 本报记者 王鹤静

科创50、创业板指近期波动幅度加大。三季度科技板块回调时加仓的资金，在短期回撤与长期产业趋势向上的“错位”中陷入纠结。从近期一些知名基金经理对于重仓科技品种的操作来看，有的保持定力甚至逆势加仓，有的转向防守、降低敞口。

操作分歧的背后，或许并不意味着基金经理对AI长周期共识的瓦解，而是AI产业估值体系正在发生重构。在他们看来，关键是重新核对企业需求、竞争优势、盈利预期，AI产业链的业绩测算已经从评估产能转向政策环境、融资能力、模型公司实际收入。

基金经理动作显分歧

三季度，知名基金经理傅鹏博、朱璘管理的睿远成长价值，在科技赛道选择坚守。进入四季度，科技板块持续调整，该基金对三季度重仓的大族激光、炬光科技、胜宏科技依然保持稳定持仓。

从近期上市公司因回购事项披露的流通股东持股情况来看，截至10月30日，睿远成长价值持有大族激光896.02万股，与9月末持平；截至11月4日，该基金持有炬光科技433.19万股，与9月末一致；截至11月13日，该基金持有胜宏科技A股493.78万股，与9月末一致。同时，该基金还在四季度逆势增持联讯仪器，截至11月13日，持仓从9月末的55.5万股提升至57.75万股。

银华集成电路的基金经理方建，选择了防守路线。9月末至11月上旬，该基金陆续减持多只半导体设备标的。该基金持有的拓荆科技从448.12万股降至434.95万股，持有的中科飞测由821.4万股减至741.33万股，持有的华海清科从1215.29万股减至953.42万股。

下周即将上市的首批主动ETF，亦有多只产品在底部建仓科技个股，但整体节奏偏谨慎，折射出基金经理的观望态度。

截至11月16日，摩根大盘成长主动ETF、永赢景气均衡主动ETF的股票仓位仅在30%附近，AI算力与半导体等核心标的均在两只ETF的持仓名单中。前者的持仓包括东山精密、中际旭创、沪电股份、新易盛等；后者的重仓股涵盖了寒武纪、海光信息、中科曙光、中芯国际等。

AI估值体系面临重构

进取与防守之间，基金经理们的分歧操作或源自背后的估值体系变化。

7月以来，市场先是消化了对算力的高预期和资金的高拥挤度，随后全球融资环境收紧，市场交易的重心开始变成衡量资本开支的可持续性以及融资链条的健康程度，AI科技板块的估值体系正在重构。

沪上某主动权益基金经理张岚（化名）在接受中国证券报记者采访时回应称，之前市场在测算AI产业链业绩时更多是评估产能，现在转向了政策环境、融资能力、模型公司实际收入。此外，中间电力、数据中心审批以及Neocloud、Neolab融资能力等多个要素，构成了产业推进过程中的减速带，且约束强度可能远超此前市场的预期。

虽然市场持续承压，但在东吴基金一位基金经理看来，不能轻易判断最初的产业逻辑已经失效，关键是重新核对企业需求、竞争优势、盈利预期——如果这些条件保持稳定，部分调整后的股票价格可能改善中长期的收益风险比；如果订单或盈利出现实质性变化，就需要相应修正判断。

“我们此前对AI有望形成较长科技创新周期的分析，并不会仅因股价调整而改变，但对具体投资机会的评估，需要不断接受基本面的检验。”该基金经理举例说，比如光模块、PCB、服务器等方向需要观察技术升级和订单交付，而存储、半导体设备等方向需要结合供需、价格、扩产及国产化进展进行评估。

海外链与国产链逻辑分化

在重构AI产业估值体系的过程中，11月的扰动因素给科技投资增加了新的变量，进一步分化了AI算力海外链和国产链的预期。

扰动因素可能扩大两条产业链的阶段性表现差异，但在多位业内人士看来，不能简单推导为海外链走弱、国产链必然受益。

摩根资产管理（中国）资深环球市场策略师蒋先威表示，海外超大规模云服务商更多依赖融资渠道，且短期变现能力受到质疑，海外算力链或持续承压。当前资本支出在2027年底之前或可支持海外算力链维持较好的盈利增长势头，但需要关注海外AI资本支出的持续性以及商业使用率是否可支持现有的资本投入。

“海外算力链更需要关注全球科技企业资本开支的持续性以及龙头企业管理层变化对产品、订单和供应链的实际影响，对于国内参与海外供应链的企业，需要具体分析客户结构、技术竞争力、订单可见度。”张岚表示。

蒋先威认为，国产算力产业链有望获得支撑，通过优化既有制程芯片及集群集成，国产链或具有发展潜力，但开发成熟的方案可能仍需要一段时间，同时很难完全脱离市场情绪的影响。

在张岚看来，国产链的核心驱动力或更多来自国内算力需求、技术突破、供应链等方面，海外不确定性可能增强客户对多元供应体系的重视，但能否转化为实际订单和利润，仍取决于产品性能、软件生态、交付能力和使用成本。

AI产业估值体系重构，意味着基金经理不能只看大势做研判，更要跟踪实际基本面情况不断修正。正如上述东吴基金的基金经理所言，即便长期看好一个产业，也需要重视买入价格、组合集中度、流动性风险，产业前景、企业盈利与当前估值能否匹配将是基金经理持续关注的问题。

推动资金“愿意来留得住”

FOF需夯实长期竞争力建设

● 本报记者 郝健

今年以来，FOF迎来发行热潮，但产品清盘数量同步攀升。一边是新成立产品数量与发行份额双双创下近十年新高，基金公司布局热情不减；另一边清盘数量同步攀升至历史峰值，三年前成立的发起式产品在“三年考核”关口集中出清。与此同时，上半年多只募集超20亿元的FOF产品，在三季度出现了明显资金流出迹象。

发行数量增长固然体现出基金公司对FOF业务的重视，但产品能否在成立后留住资金、通过持续的资产配置为投资者获取收益，正成为长期发展的关键问题。业内人士认为，基金公司的FOF业务需要逐步从发行驱动转向长期经营，围绕产品定位、投研能力、风险管理和持有人服务等建立可持续的竞争力。

扩容与清盘并行

Wind数据显示，截至11月19日，2026年新成立FOF189只，新发行份额合计1611.37亿份，两项指标均刷新近十年纪录。相较于2017年FOF起步之年，新成立数量已是当年的31.5倍，新发行份额接近10倍。即便与2022年阶段性高点相比，新成立数量也增长44.27%，新发行份额实现超4倍提升。2026年，尚有21只FOF处于发行阶段。

产品类型上，偏债混合型FOF以168只、占比88.9%的绝对优势主导市场。这一结构表明市场对稳健收益的偏好，但也意味着同类产品竞争更为激烈。

发行端的火热并未掩盖另一端的寒意。截至11月，2026年清盘FOF达45只，较去年全年增长18.42%，同样创历史新高。从产品结构看，这批清盘产品以养老目标基金和持有期型产品为主，31只带有“养老”标识，占比近七成。45只中有41只为发起式产品，清盘原因大多指向同一条合同约定：基金合同生效满三年之日，基金资产净值低于2亿元则自动终止。这批产品集中成立于2023年，2026年恰是“考核年”。

45只产品清算时规模合计13.13亿元，平均每只0.29亿元；这些产品成立时规模合计23.3亿元，整体缩水超四成。

值得留意的是，业绩并非清盘主因。截至11月18日，45只产品中有31只今年以来取得正回报，4只回报率均超20%。这些产品并非因业绩不佳被抛弃，而是在规模持续下滑中走到终点。

天相投顾基金评价中心的分析师对中国证券报记者表示，随着居民财富管理需求增长，基金公司加快FOF布局，但部分产品成立后未能形成稳定的投资者基础，规模持续偏低，最终选择清盘。

“FOF竞争逻辑正在变化，产品竞争力将更取决于产品定位与市场需求的匹配程度。”上海证券基金评价研究中心分析师汪雪凝表示。

新发FOF遭遇规模难题

如果说清盘潮反映的是存量产品的生存困境，新发FOF成立后的规模变动则揭示了另一个信号：首发规模并不等同于持续经营能力。

按成立月份看，2026年FOF发行规模呈前高后低特征。上半年成立95只，月均成立规模196.24亿元；下半年成立94只，剔除11月后月均规模降至97.46亿元，约为上半年的一半。发行数量下半年并未减少，但单只产品募集体量明显收缩。平均成立规模从上半年的12.39亿元降至4.62亿元，中位数从7.9亿元降至2.98亿元。20亿元规模以上产品年内共有21只，20只集中在上半年，下半年仅1只。

上半年成立、发行规模超20亿元的20只“爆款”FOF，在三季度整体遭遇资金流出。20只FOF产品发行份额合计684.56亿份，三季度末降至515.15亿份，缩水超24%。18只FOF三季度末份额少于成立时份额，4只FOF缩水超40%。

值得关注的是，份额变化与业绩并不同向。广发悦丰多元稳健三个月持有A成立以来回报率1.49%，份额却从成立时的25.46亿份降至三季度末的8.48亿份，降幅超60%；富国智汇稳健三个月持有A成立以来回报率0.68%，份额从41.9亿份降至12.6亿份，降幅近70%。这些产品并未亏损，资金却选择了离开。

对此，天相投顾基金评价中心的分析师表示，大规模发行对FOF基金经理的资产配置和投资运作提出更高要求。规模较大时，底层基金选择、组合调整和流动性管理需考虑更多因素，部分策略容量有限的底层基金难以承接大规模配置。更主要的原因在于投资者预期管理。如果产品成立初期主要依靠渠道销售和市场热点获得资金流入，但后续缺乏持续的投资业绩和明确的配置价值，投资者在市场波动或其他机会出现时可能选择赎回。

如何建立可持续的竞争力

发行端的扩容与清盘端的增加、首发规模的高企与规模缩水，两组矛盾共同指向一个命题：FOF需从发行驱动转向长期经营驱动。

中国证券报记者采访了中欧基金FOF组负责人陆靖昶。他表示，产品越多，风险定位相近的产品越容易被放在一起比较。“管理人需回答三个问题：产品适合哪类资金，主要收益来自哪里，遇到不利市场时组合如何应对。”

陆靖昶表示，一只FOF产品要实现长期发展，需在明确的风险预算内持续执行与产品定位一致的资产配置策略。具体而言，应先根据产品定位确定各类资产配置区间和可承担风险，再在此范围内争取收益；评价业绩时既要看与基准的差异，也要拆解收益来源；风险管理应贯穿日常运作，持续跟踪组合集中度、流动性和风险贡献。

从行业层面看，考核机制优化同样关键。天相投顾基金评价中心的分析师表示，FOF从发行驱动向长期经营转变，需调整考核导向。基金公司应更审慎地进行产品布局，根据自身投研能力、渠道资源和投资者需求确定产品类型，避免为覆盖热点而重复布局相似产品。

天相投顾基金评价中心的分析师说：“更重要的是，需改变对FOF业务的评价方式，不能只关注发行数量、首发规模和短期保有规模，还应将中长期投资业绩、资金留存情况、投资者盈利体验和客户服务质量纳入考核。”该分析师认为，对于持有期FOF，应关注锁定期结束后的资金留存情况，分析赎回原因，及时改进产品设计和投资者服务。

汪雪凝也表示，基金公司应推动考核机制优化，将考核重心从管理规模转向持营质量、投资者盈利体验和长期业绩表现，推动与渠道的合作向存续期陪伴与持续营销延展，同时加强涵盖宏观研究、大类资产配置、基金评价、组合构建和风险管理的投研体系建设。

从发行扩容到产品出清，再到首发资金留存承压，FOF业务正在经历从数量增长向质量竞争的转换。对于基金公司而言，发行只是产品发展的起点，能否以清晰的定位、持续的投研能力和完善的持有人服务支撑产品长期运作，才是建立可持续竞争力的关键。