

资本洞见

如何看待全球AI投资估值分歧？

■ 苏向果

近日，曾精准预测2008年次贷危机的“大空头”迈克尔·伯里对人工智能(AI)领域明星股的做空操作，在全球资本市场掀起波澜。一边是英伟达市值大幅飙升，科技巨头动辄千亿美元的资本开支计划；另一边则是部分明星AI企业营收与估值明显脱节。这场关于AI投资的估值分歧，折射出技术革命浪潮与资本市场定价逻辑之间的激烈碰撞。

在乐观派看来，这场投资热潮有着坚实的逻辑。一方面，本轮AI投资的主力是微软、谷歌、亚马逊等现金流充沛的科技巨头，其巨额资本开支基于清晰的战略规划和健康的财务状况。另一方面，技术渗透与回报已初见端倪。例如，微软的AI投入正直接转化为营收与利润增长，形成良性循环。这些特征与互联网泡沫时期大量亏损公司依赖融资炒作有着本质区别。

然而，审慎派则指出了光环之下的隐忧。最核心的争议在于部分头部AI独角兽企业的估值远高于其营收规模，商业模式的可持续性存疑。此外，“循环投资”的嫌疑也难以忽视：芯片巨头投资AI模型公司，模型公司又成为芯

片巨头的大客户，云厂商则为各方提供算力支持——这种内部循环是否夸大了真实的外部需求，值得深思。

估值分歧的根源在于技术革命周期与资本市场定价模型之间的摩擦。一方面，传统估值模型面临挑战。经典的现金流折现(DCF)模型难以有效评估尚处于投入阶段、但潜在天花板极高的颠覆性技术。在高度不确定的环境中，任何参数的微调都可能导致估值结果的巨大差异。另一方面，市场对“护城河”的判断也存在分歧。乐观者认为，领先的AI公司凭借算力优势与顶尖人才，已构建起宽阔且持续的壁垒。审慎者则看到，大模型技术仍在快速迭代，开源模型不断追赶，监管政策也存在变数，当前优势能维持多久仍是未知数。企业价值究竟应立足于技术叙事，还是最终回归盈利能力的兑现，市场观点不一。

笔者认为，面对深刻的分歧，产业机构与投资者需超越“泡沫与否”的二元判断，转而借助更细致的分析框架来把握这一复杂图景。

首先，关键在于区分“投资”与“投机”。真

正的“投资”聚焦那些具备核心技术、商业模式清晰和执行力强的企业，这些企业致力于通过AI提升效率、创造新产品。而“投机”则追逐概念，依赖市场情绪接棒。当前市场中二者并存，鉴别能力尤为重要。

其次，应关注商业落地的“里程碑”而非“故事线”。估值最终的锚点仍是实实在在的盈利。投资者需密切关注AI技术在各行业渗透的关键指标，例如AI带来的实际降本增效幅度、AI新产品所贡献的收入等。只有能够持续将技术优势转化为财务业绩的企业，才可能穿越周期。

最后，需警惕基础设施的“硬约束”。AI的爆发式增长受到能源供给、电网承载能力等条件的限制。这些瓶颈不仅可能延缓技术普及，也会直接影响数据中心的建设与运营成本，从而成为检验AI概念股成色的“试金石”。

全球AI投资的估值分歧，是资本市场为一场方兴未艾的技术革命寻找合理定价的必经阶段。这种分歧与辩论本身具有积极意义，它推动市场进行更深入的思考，避免盲目跟风。这

也提醒我们，伟大的技术突破从不承诺每一位参与者都能获得短期回报。对投资者而言，在狂热中保持一份冷静，在分歧中坚持深度研究，在仰望技术星辰大海的同时脚踏实地关注商业现实，或许是应对当前AI投资估值分歧最稳健的姿态。AI的未来无疑是光明的，但通往未来的道路必然曲折，唯有识别并投资那些真正构建长期价值的企业，才能成为最后的赢家。



多因素驱动ETF市场特色化发展

■ 王 宁

近年来，ETF市场蓬勃发展。Wind资讯数据显示，截至目前，ETF总份额达3.17万亿份，总规模达5.74万亿元，产品总量逾1300只。

整体来看，市场呈现出明显的变化。其一，标的覆盖范围持续拓宽，呈现多元化特征。一方面，从传统股票型ETF，延伸至债券、商品、货币、REITs等多类资产标的。另一方面，覆盖行业从大消费、金融等传统领域，拓展至半导体、人工智能、碳中和等新兴赛道。碳中和ETF、元宇宙ETF、人工智能ETF等新品陆续推出，精准贴合前沿产业发展趋势。此外，除A股市场标的，港股、美股及全球市场相关ETF标的不断丰富，满足跨市场配置需求。

其二，交易策略和定位更加多元。现阶段，ETF产品的交易策略更加创新，如一批沪深300ETF期权挂钩为代表的创新型产品，有效帮助机构管理风险。同时，从投资者分层服务、区域与细分市场深耕等维度来看，公募基金差异化布局特征

明显，如有公司专注于为保险、养老金等提供定制化指数产品；有公司推出区域主题ETF，如长三角一体化ETF、粤港澳大湾区ETF，紧扣国家区域发展战略。

在笔者看来，ETF市场特色化发展，源于市场结构、投资者行为和技术革新等多重因素驱动，折射出资管行业从“产品中心”向“客户中心”转型。

一是市场竞争激烈倒逼差异化发展。当前，市场竞争愈发激烈，传统ETF赛道拥挤。在此背景下，市场参与者正转变布局思路，加强ETF品牌建设，提升产品的辨识度，希望通过差异化路径构建竞争护城河。

二是投资者需求转向“个性化”。当前，机构投资者对ETF的定制化需求激增，如保险、养老金等长期资金需要与负债匹配的资产



炒作股票名称不可取

■ 朱宝琛

2025年第三季度归属上市公司股东的净利润为-5047969.82元，较上年同期下降225.26%。同时，其表示“公司已落地多项费用管控举措，但短期内费用的下降幅度尚未能完全抵消收入端的下滑影响，进而导致公司短期经营业绩面临一定压力，存在业绩波动的风险。”

尽管该公司多次提示股票交易异常波动且存在风险，但就因为公司的名字，仍难阻市场资金的炒作热情。这样的情形可能很多投资者并不感到陌生，比如，在龙年临近之时，一众带“龙”字的股票股价涨停，有投资者“按字索骥”寻找标的。

这种炒作显然脱离了正常的投资范畴。因为真正能支撑股价的，是企业的真实价值和可持续的成长能力。

另一方面，股票价格在短时间内快速波

动，是否存在操纵市场的情形？这值得关注。

结合监管部门通报的案例来看，有不法分子利用持股、资金、信息、技术优势操纵股票价格，导致个股价格快速波动，从中非法获利。这种行为扭曲了股票价格，引发股价暴涨暴跌，破坏以价值投资为导向的市场生态，严重影响市场定价功能发挥。

同时，操纵市场行为误导投资者交易决策，干扰投资者价值判断。违法者在极短时间内获取巨大利益，离场后留下“一地鸡毛”，让投资者损失惨重。

总之，炒作上市公司名字的行为，不理性、不可取。于投资者而言，在投资过程中应多关注上市公司基本面，理性决策、审慎投资，要时刻牢记“烟花再美也就是一瞬间，价值投资才是硬道理”。

冰雪上市公司如何实现从「火一季」到「热全年」

■ 尚伟

围绕发展冰雪经济，各地动作频频。日前，黑龙江省人民政府办公厅印发《黑龙江省冬季冰雪旅游“百日行动”实施方案(2025—2026年)》，聚焦打造世界级冰雪旅游度假胜地和冰雪经济高地；第十九届新疆冬季旅游产业交易会暨2025新疆热雪节将于2025年11月14日至2026年1月14日举办；此外，吉林、甘肃、辽宁、河北等地也出台相关政策或措施，鼓励冰雪产业发展。这些举措推动“冰雪热”持续升温，也推升了资本市场对冰雪经济的期待，相关上市公司股价阶段性走强。

但在“冰雪热”背后，行业深层痛点不容忽视。冰雪经济具有显著的季节性与区域性特征，产业链上市公司也往往面临“火一季、冷三季”的尴尬局面。在此背景下，笔者认为，冰雪上市公司可从四方面发力，实现从“短期火爆热销”到“全年经营稳健”的转型。

首先，发力冰雪高端装备，借助先进技术破局季节性依赖。

冰雪高端装备的国产化不仅是我国政策支持的重点，更是上市公司突破季节性限制的重要抓手。在造雪设备领域，上市公司可通过研发便于移动和组装的造雪机，突破不同区域气候约束，为南方室内滑雪场等提供核心设备，也可出口海外市场，保持全年稳健经营。同时，上市公司可将光伏技术、储能技术和制冰制雪系统相结合，降低雪场能耗，缓解冰雪场地的四季运营压力。另外，上市公司还可积极开发VR滑雪模拟器

等产品，便于消费者低成本感受冰雪乐趣，延伸消费链条。

其次，绑定知名IP，借助衍生品激活消费潜力。

冰雪衍生品的开发，是破解季节性依赖的重要途径，而IP联名则能放大产品价值。上市公司可将冰雪元素与文化IP深度融合，开发文具、服饰、数码配件等产品，这样即便是在非雪季，周边产品仍可通过线上渠道持续热销。衍生品收入占比的提升，能够有效增强上市公司的经营稳健性，为其可持续发展提供有力支撑。

再次，打造冰雪赛事，构建常态化运营生态。

上市公司可打造“校园培训—区域联赛—全国总决赛”的冰雪赛事闭环，全年举办冰球、冰壶、花样滑冰等冰雪赛事，在非雪季通过室内场馆维持运营。同时，上市公司还可引入热门赛事活动，将单一雪场的运营升级为“热门赛事+场地服务+转播营销”的综合模式，淡季通过赛事筹备、裁判培训等业务填补营收空白，可部分熨平季节性因素对经营造成的波动。

最后，跨界健康产业，挖掘冰雪康养长尾效应。

上市公司可推出“冰雪运动+温泉疗愈”等套餐产品，冬季主打滑雪后的肌肉放松，夏季升级为避暑康养产品，提升非雪季期间酒店入住率和相关设施设备的使用率。此外，产业链公司还可与医疗机构合作，开发针对呼吸系统等、关节健康的疗愈课程，吸引中老年高净值客群，形成“运动—防护—康复”的全周期服务链条，摆脱对雪季消费的依赖。

总的来看，上市公司需以技术创新为基石，以IP赋能为核心，以赛事运营为支撑，以健康产业为延伸，构建“四季可运营、全域可覆盖”的业务生态，实现从“火一季”到“热全年”的跨越。

上市公司定增「筹得来」更要「用得好」

■ 王丽新

定增市场持续升温。Wind资讯数据显示，自2024年9月24日“并购六条”发布至今，已有184家公司的定增方案落地。剔除中国银行、邮储银行等4家国有商业银行的巨额定增项目后，180家公司实际募资总额达3496亿元，同比增长60%，其中47家公司募资额均超20亿元。大额定增项目密集涌现，彰显资本市场服务实体经济的强劲动能。

这组数据背后，是政策红利、产业需求与资本流入同频共振的结果。政策端，“并购六条”与“科创板八条”等政策组合拳落地，重组股份对价分期支付、审核程序简化等举措激活市场供给，为半导体、生物医药等领域企业技术攻关注入资本动能；产业端，战略性新兴产业蓬勃发展催生大量融资需求，在“并购六条”发布后完成的定增项目中，多数资金投向TMT(科技、媒体和通信)等新质生产力相关领域；资本端，定增市场收益率显著改善，“并购六条”发布后一年多以来，完成发行并解禁的竞价类定增项目平均收益率大幅走高，保险、公募等长线资金积极布局，为市场提供充足“弹药”。

在政策、产业、资本三重因素驱动下，上市公司定增“筹得来”已不再是难题，“用得好”才是检验其价值的核心标准。若企业将资金长期闲置或偏离主业盲目扩张，不仅浪费资本市场资源，更会挫伤投资者信心。因此，上市公司需把每一分募集资金“用对用好”，让其充分释放价值。

用途一，聚焦科创主阵地，锚定“硬科技”赛道。从资金流向看，AI、机器人、创新药、半导体等领域已成吸金主力。比如，科大讯飞拟募资不超过40亿元，用于星火教育大模型及典型产品研发与流动资金补充；绿的谐波募资20亿元，投向新一代精密传动装置智能制造项目，深耕机器人蓝海市场。

企业在快速成长阶段，亟须大量资金支持新项目落地、研发突破与产能扩充，尤其对战略性新兴产业企业而言，通过定增将资金精准注入研发创新环节，是推动产业向价值链高地攀升的关键。而技术突破若获得市场认可，投资者收益也将水涨船高，使其更有动力投资科技创新赛道。

用途二，强链补链优布局，激活产业协同效应。对实业企业而言，定增资金是并购重组的助推器，往往能让企业实现“脱胎换骨”。

当前，定增市场形成两大清晰方向：一是“硬科技”企业募资补链扩产能，涵盖产业链链主企业与细分龙头企业；二是央国企通过定增推进并购重组。数据显示，“并购六条”发布后完成的定增项目中，并购类占比较高，这意味着定增主体正聚焦产能升级与绿色转型，通过整合产业链上下游资源实现协同发展，向新质生产力方向迈进。电子、机械设备、医药生物等行业成为通过定增实施并购的热点领域。

用途三，优化财务结构，借力战略投资者“握指成拳”。定增不仅是“融资”，更是“融智”“融资源”的重要契机。

对资产负债率较高的企业而言，通过定增引入权益资金，可降低负债比例、减少财务风险，增强偿债能力与财务稳定性。更重要的是，定增主体能借助战略投资者的资金、技术、渠道与管理经验，实现从“单兵作战”到“抱团发展”。

例如，今年1月份收官的中国核电140亿元定增项目中，全国社会保障基金理事会作为战略投资者认购120亿元，给予强大资金支持。今年以来，多家国有大行通过定增引入社保基金等长期投资者，既补充了资本金，又优化了股权结构。

当然，确保定增资金“用得好”，还需构建更精细化的监管框架。一方面要强化信息披露，对募集资金投向实施穿透式监管，确保每一分钱用在刀刃上；另一方面要完善定增股份锁定期安排，抑制短期投机冲动，引导长期价值投资。

可以预见，在政策引导、监管护航与企业自律的多方合力下，上市公司定增资金将持续流向科技创新“主阵地”、产业链整合“关键点”与企业发展“急需处”，为资本市场高质量发展注入持久动力，为经济转型升级提供强劲动能。