



# MarsWalk Capital 月度备忘录

2026 年 7 月 · 约 5 分钟读完

**本期一句话：**7 月的市场回撤没有改变我们对 AI 基础设施需求的判断，但促使我们重新检查了电力、算力和内存产业链中真正稀缺、能够兑现利润的环节。

## 1. 7 月回撤之后，我们如何理解 AI 行业

7 月，AI 基础设施和半导体公司经历了一轮快速而剧烈的回撤。基金净值下跌 24.92%，同期 SPX 下跌 0.13%，NDX 下跌 6.61%，费城半导体指数（SOX）下跌 20.61%。表面上看，市场担心的是资本开支过高；但资本开支本身只是结果，真正的担忧仍然在需求端。市场开始怀疑 OpenAI 和 Anthropic 的增长能否持续，也担心目前已经得到验证的需求主要集中在编程场景，而其他应用能否形成足够大的使用量和收入，仍然存在不确定性。如果应用需求不能继续扩散，大型云厂商现在的投入就可能无法产生足够的回报，整个 AI 基础设施周期也会因此失去支撑。

我们重新检查了 7 月能够看到的应用数据，目前并不认为这种担忧得到了基本面的支持。OpenAI 当月披露，其 Agent 产品的使用量在一周内增长了 2.5 倍，活跃用户接近 900 万；内部跟踪也显示 Anthropic 的收入仍在快速增长，Claude 的老用户留存和使用黏性继续改善。这些数据首先验证了编程和 Agent 场景的强度，但更重要的是，企业需求已经不只来自软件开发。7 月完成的 16 家企业调研中，所有企业过去一年都增加了 LLM 支出和 token 用量，14 家预计未来一年还会继续增加预算。企业衡量到的主要价值是节省员工时间、提高员工产出和加快业务流程，提到软件开发的企业反而只有 5 家。客服工单分流、内部数据分析、账单和发票处理等非编程案例，已经能够产生明确的效率和成本改善。

这些案例还不够证明所有 AI 应用都已经找到成熟的商业模式。调研中也有使用量不足、集成成本过高和全自主 Agent 返工严重的失败案例。但它们说明，需求端真正需要验证的并不是是否已经出现一个与编程同等规模的单一杀手级应用，而是模型能力提高后，能否在越来越多的知识工作流程中持续增加使用深度，并以更低的单次成功成本创造价值。从目前的企业预算、token 用量和实际项目结果看，这一过程仍在扩散，而不是收缩。因此，我们认为市场把 OpenAI、Anthropic 和非编程应用的不确定性进一步外推为 AI 总需求即将见顶，是不必要的担忧。

供给端的信息与这一判断一致。Meta 宣布建设一座规模为 1GW、未来可以扩展到 1.8GW 的 AI 数据中心；TSMC 将今年的资本开支提高到 600 亿至 640 亿美元；LRCX 的收入增长和后续指引仍在加速；几家大型云厂商也在通过长期协议锁定内存供应。应用需求和基础设施投入仍在同时增长，我们没有看到 AI 行业 Beta 已经反转的证据。

我们的结论比此前更明确：7 月的下跌包含一部分合理的估值修正，但市场情绪和资金去杠杆是更主要的原因。韩国收紧杠杆 ETF 管理、中国部分收益互换资金卖出相关标的，把个别公司的预期落差扩散成了板块级抛售。Bloom 当季业绩好于预期，订单积压的增长快于收入，LRCX 的业绩和 2027 年指引也在加强，但两家公司仍然跟随板块明显下跌。公司经营变化不足以解释这样的跌幅。

这并不意味着我们可以忽略市场提出的问题。需求端需要继续跟踪 OpenAI 和 Anthropic 的收入、用户和 token 增长，非编程场景的采用率，以及企业能否把试验项目变成持续预算；供给端则需要跟踪云厂商资本开支、数据中心利用率、设备订单和供应链交付。当需求和供给同时转弱时，才意味着行业判断需要改变。在此之前，单纯

由估值和资金流造成的价格下跌，应当与 thesis 的失效分开处理。

当然，这种判断也增加了组合对 AI 行业的依赖。Bloom、NVDA、LRCX、TSMC、MU 和 SK Hynix 分别属于电力、芯片、半导体设备、晶圆代工和内存，但它们最终都依赖 AI 数据中心的建设速度和大型云厂商的资本开支。7 月的业绩归因已经说明了这种集中度：SNDK、SK Hynix、LRCX、TSMC 和 Bloom 合了解释了 87.2% 的月度亏损。行业标签上的分散，并不等于底层风险真正分散。

---

## LEARNING:

### ■ 把 1 年 IRR 纳入决策和跟踪模型

这轮回撤也暴露了我们过去决策模型中的一个缺口。我们更重视三年 IRR，因为它能够帮助我们判断长期盈利空间和估值是否匹配；但在实际交易中，仅看三年 IRR 不足以判断市场是否已经提前透支了未来回报。当三年 IRR 仍然很好、但一年 IRR 已经很低时，通常意味着未来几年的盈利被过多地计入了当前股价，市场情绪也往往处在比较高的位置。历史上我们在 PDD 和 AppLovin 的交易中都见过类似情况：长期判断并没有立刻被证伪，但短期预期过满，使股价对任何边际变化都变得非常敏感。

今后，我们会在决策和跟踪模型中同时加入一年和三年 IRR，并单独观察两者之间的差异。三年 IRR 仍然用于判断 thesis 和长期回报，一年 IRR 则更多地作为市场情绪、预期拥挤度和短期风险收益比的验证指标。当三年 IRR 有吸引力而一年 IRR 明显偏低时，我们不会因此否定长期判断，但会更谨慎地控制买入节奏、仓位上限和加仓条件。

### ■ 在市场回撤中如何应对

当市场回撤主要由情绪和资金流动驱动，而行业与公司的基本面没有发生实质变化时，我们通常不会选择简单地降低整体仓位。降低仓位实际上包含两个彼此独立的择时决策：一是判断什么时候卖出，二是判断什么时候重新买回。前一个决策可能帮助组合暂时规避波动，但如果缺少基本面恶化的证据，我们就很难为卖出建立稳定的判断依据；即使卖对了，也仍然需要在市场情绪尚未完全恢复时决定重新进入。实践中，第二个决策往往比第一个更难，也更容易受到短期价格变化的影响。

因此，在原有行业判断没有被证伪的情况下，我们认为更合适的应对方式不是预测市场何时见底，而是重新比较组合中每一项资产的预期回报和基本面质量。回撤会改变不同公司的估值和 IRR，也会让原本被高估或低估的风险重新暴露出来。我们会持续将仓位从 IRR 较低、经营确定性较弱或新增证据不足的公司，调整到 IRR 更高、公司质量更好、基本面验证更充分的公司。

这种做法并不意味着忽略风险，也不意味着价格下跌本身构成买入理由。任何加仓都必须建立在盈利假设没有恶化、thesis 仍然成立、预期回报因价格调整而明显改善的基础上。相比依靠两次择时来管理短期波动，我们更希望通过组合内部的持续优化，提高每一单位风险所对应的长期回报。

---

## 2. New Lens | 7 月有哪些新的认识

### ■ Bloom Energy：问题正在从有没有需求，转向能否及时交付

我们最初关注 Bloom，是因为 AI 数据中心建设速度远快于电网扩容，客户愿意为能够及时获得的电力支付溢价。到了 7 月，数据中心缺电已经不是新的信息。真正改变我们判断的，是 Bloom 开始为更大规模的交付做准备。

Bloom 的一家韩国供应商在业绩说明中披露，公司已经采购了支持 5GW 产能的设备，并计划在 10 月部署。市场原本普遍认为 Bloom 要到 2028 年才能达到这一产能水平；如果设备能够按计划安装和投产，扩产进度可能提前约一年。与此同时，Bloom 当季收入同比增长 165%，毛利率和经营利润率继续改善，订单积压的增长也快于收入。这些信息第一次把需求增长、产能扩张和实际交付连在了一起。

这也是我们把仓位从 5% 提高到 10% 的主要原因。此前的判断只能说明 Bloom 面对一个足够大的市场，7 月的信息则进一步说明，公司可能比市场预期更早取得满足这些需求的产能。当然，采购设备并不等于产能已经形成。接下来仍要观察设备安装、产品认证、客户验收和收入确认能否按顺序兑现。

## ■ NVDA、LRCX 和 TSMC：股价一起下跌，判断需要分开验证

7 月，我们分别增加了 NVDA、LRCX 和 TSMC 的持仓。三家公司都受到 AI 板块回撤的影响，但我们并不是因为它们属于同一个行业而一起加仓，而是分别检查了原有判断是否发生变化。

对于 NVDA，我们关注的仍然不是单颗芯片的性能，而是公司能否继续通过计算、通信、软件和内存管理提高整个系统的效率。Agent 需要处理多轮推理、工具调用和不断变化的任务，这类负载比固定模型更依赖系统的灵活性。7 月的产品跟踪没有发现 Rubin 延迟，也没有看到 ASIC 已经足以替代 NVDA 系统优势的证据。

对于 LRCX，我们关注的是 AI 需求能否继续转化为更高的半导体制造难度。HBM、先进 DRAM、更多层的 NAND，以及从 FinFET 向 GAA 演进，都会增加刻蚀和沉积步骤。LRCX 7 月的业绩和下一季度收入指引继续走强，公司对 2027 年的需求也给出了更强的可见度，进一步验证了我们从 4 月开始跟踪的工艺强度判断。

对于 TSMC，我们关注的是先进制程需求是否仍在兑现。公司二季度收入达到 402 亿美元，并上调了全年增长和资本开支预期。这说明 AI 需求仍在转化为先进制程的收入、定价和扩产，并没有随着股价回撤而走弱。

因此，这三笔加仓并不是建立在“所有 AI 公司都会继续上涨”的判断上。我们只是分别确认，NVDA 的系统优势、LRCX 的工艺强度和 TSMC 的先进制程需求都没有被 7 月的新信息削弱。股价下跌之后，三家公司的预期回报反而有所提高。

## ■ 从 SNDK 转向 MU 和 SK Hynix：存储需求仍在增长，但价值落点发生了变化

我们仍然认为，Agent 和长上下文会带来更多存储需求。7 月发生变化的不是这一方向，而是我们对不同存储层受益程度的判断。

正在参与推理的 KV cache 对读取速度和延迟非常敏感。最活跃的数据需要留在靠近 GPU 的 HBM，超出 HBM 但仍需频繁访问的数据更适合进入 DRAM。SSD 仍会承接模型权重、RAG 数据、checkpoint 和较少访问的冷数据，但目前把大量活跃数据 offloading 到 SSD 的做法并没有成为一致的答案。与此同时，中国扩充 NAND 产能的难度低于先进 DRAM 和 HBM，NAND 的供给稀缺性也相对较弱。消费电子端对 SSD 的需求降低也会带来一定的负面影响。

这意味着 AI 带来的存储增量，现阶段更可能首先转化为 HBM 和 DRAM 的收入与利润，而不是平均分布在所有存储介质上。我们因此卖出 SNDK，买入 MU 和 SK Hynix，并将整体存储仓位降低了一些。这不是从看多存储转为看空存储，而是把仓位从容量增长转向当前更稀缺的带宽和低延迟内存。

---

### 3. Bet Update | 之前的判断后来怎么样了

#### ■ LRCX：4 月建立的判断正在得到经营数据验证

我们在 4 月首次买入 4% 的 LRCX。当时的判断包含两个层面：AI 算力和存储投资上升会推动半导体设备进入新一轮上行周期；与此同时，HBM、先进 DRAM、更多层的 NAND 和 GAA 会增加刻蚀与沉积步骤，使 LRCX 获得高于行业平均水平的增长。

6 月，我们将 ASML 的仓位降低 4%，并把这部分资金转入 LRCX。两家公司都受益于先进制程投资，但当时 ASML 的预期回报约为 7%，LRCX 约为 20%。这次调整不是改变半导体设备的方向，而是在相似的行业主题中，把资金转向预期回报更高的公司。

到了 7 月，LRCX 的业绩、下一季度指引和对 2027 年的展望都比此前更强，DRAM 也成为新的增长动力。经营数据开始验证 4 月提出的行业周期和工艺强度判断。因此，在市场回撤时，我们又增加了 1% 的仓位。LRCX 目前仍是一项被新增证据加强的判断。

#### ■ Bloom Energy：仓位增加对应着证据一步步接近收入

我们在 5 月以 3% 的仓位买入 Bloom。当时最重要的判断是，数据中心存在持续的电力缺口，而真正可信的替代方案必须既经过实际验证，又有可以及时交付的产能。Bloom 是当时少数同时满足这两个条件的公司。

6 月，我们把仓位提高到 5%。当时 Bloom 和 LITE 的估值接近，但我们认为 Bloom 到 2028 年的增长更容易判断，因此将部分资金从 LITE 转向 Bloom。7 月，韩国供应商披露的扩产设备和 Bloom 自身的业绩又把证据从行业需求推进到了产能准备和实际交付，我们随之将仓位提高到 10%。

回头看，这三次决策分别对应了不同阶段。5 月确认的是电力缺口和产品可行性，6 月确认的是相对其他机会更高的确定性，7 月开始确认产能和收入能否提前兑现。Bloom 的判断正在加强，但下一步仍需要客户订单、产能认证和现金流继续验证。

#### ■ Google：7 月的结果进一步验证了 6 月的清仓决定

我们在 6 月清仓了 7% 的 Google。当时原有判断的两个重要条件都在变弱：广告收入没有继续加速，Gemini 在模型和产品能力上也没有按预期缩小与领先者的差距。

7 月公布的结果没有改变这一判断。Google 搜索及其他广告收入同比增长约 17%，低于一季度约 19% 的增速，没有出现我们原先期待的进一步加速。内部产品跟踪也仍然认为，Google 在编程和 Agent 场景中落后于 Codex 和 Claude，模型发布进度慢于此前预期。

Google Cloud 同期增长了 82%，经营利润率也达到约 36%，因此这并不是对 Google 整体业务质量的否定。问题在于，强劲的云业务没有重新建立我们原来依赖的广告加速和 AI 产品领先判断。在相对回报没有明显改善的情况下，6 月的清仓决定在 7 月得到了进一步验证。

## 4. Portfolio Snapshot

|                      | 基金      | SPX     | NDX     |
|----------------------|---------|---------|---------|
| 7 月                  | -24.92% | -0.13%  | -6.61%  |
| YTD                  | +17.16% | +9.41%  | +11.98% |
| 机构化期累计（自 2024-08-28） | +50.38% | +33.93% | +46.11% |

### 2026 年单月回报

| 月份  | 基金      | SPX     | NDX     |
|-----|---------|---------|---------|
| 1 月 | +0.32%  | +1.37%  | +1.20%  |
| 2 月 | +1.75%  | -0.87%  | -2.32%  |
| 3 月 | -5.96%  | -5.09%  | -4.89%  |
| 4 月 | +21.17% | +10.42% | +15.64% |
| 5 月 | +19.93% | +5.15%  | +10.49% |
| 6 月 | +11.86% | -1.06%  | -0.19%  |
| 7 月 | -24.92% | -0.13%  | -6.61%  |

净值（截至 7 月 31 日）：1.43  
Top 5 持仓和占比：TSMC 17.9%、SK Hynix 13.4%、LRCX 12.1%、Bloom Energy 9.5%、SNDK 6.5%，total 59.4%  
主要行业暴露：半导体产业链约 62.5%；Bloom Energy 与 LGN 合计 13.4%；现金 18.0%