



MarsWalk Capital 月度备忘录

2026 年 8 月 · 约 15 分钟读完

本期一句话： 我们仍看好 AI 的需求与盈利增长，但对利润将在哪里兑现、哪些价格值得承担风险，有了新的取舍。我们继续寻找 AI 增长中能够兑现利润的机会，也愿意保留现金，等待价格与预期回报更加匹配。

8 月总结：行业判断与关键变化

8 月，美股主要指数反弹，基金净值下降 0.08%，主要仍受 AI 和半导体相关持仓表现疲软的影响。我们对 AI 需求的判断没有改变，但调低了一些公司的盈利预期，也找到了此前没有充分重视的机会。

组合的现金占比由七月末的 4.89% 升至八月末的 22.98%。我们愿意等一等，不急于把退出后的资金全部投回市场。

■ 融资条件收紧与盈利下调的双重压力

市场目前预期，加息是短暂的，之后仍会降息；偏高的油价也不会阻止明年企业盈利保持较快增长。我们认可这个基本判断。问题在于，这些预期已经反映在价格中，按当前价格买入，风险回报未必足够好。

如果油价继续上涨，政策可能更长时间维持鹰派，实际利率也会保持高位。若信用风险开始重新定价，利差走阔还会推高企业融资成本，压低股票估值。与此同时，成本上升或需求转弱也可能拖累盈利。两种压力叠加，即使 AI 的长期需求不变，组合仍可能明显回撤。

因此，我们会同时跟踪融资条件和盈利预测的变化。前者恶化，意味着市场可能不再愿意给出原来的估值；后者下调，则意味着公司本身能赚到的钱变少了。遇到这两种变化，远期增长仍然值得期待，却不能成为维持原有价格判断的理由。

■ AI 使用量在增长，利润能否支撑持续扩大的资本投入？

市场对 AI 的担心，主要在于编程之外能否出现足够大的付费需求，以及模型不断降价后，收入能否覆盖基础设施投入。如果赚不到合理的回报，投资就难以持续。我们持有的算力、存储、互联和电力公司，都受到这一问题的影响。

目前，我们仍认为需求和利润能够跟上。八月内部跟踪的 OpenAI 与 Anthropic 合计 ARR 环比增长约 15.8%；企业访谈也显示，应用正从试验走向生产，并扩展到法务、人力、合规和营销。推理业务的收入与资本成本测算，让我们看到云厂商获得合理回报的可能，即使模型公司还没有盈利。

我们对各个环节的判断则有变化。客户如何搭配存储、算力与互联，其他供应商会增加多少产能，都会影响利润最终落在哪里。八月，我们更看好云端推理回报和互联的价值，同时调低了部分存储和电力持仓的盈利预期。

接下来要看的是，客户是否持续付费、应用能否留住用户。如果进入生产后仍没有持续消费，或用量增长和成本下降长期抵不过降价损失，我们就需要下调盈利预期，重新考虑组合对这一投资周期的依赖。到了那一步，就不能再把下跌归结为情绪。

LEARNING：本月的经验与教训

■ 比较预期回报之前，先比较盈利假设的可靠性

八月的调整让我们更清楚地看到，同样一个较高的 IRR，可能来自便宜的价格，也可能来自乐观的盈利预测。存储需求依然强劲，但涨价和新应用落地没有达到预期，原来的盈利数字就需要调整。我们过去因为盈利弹性不够大而没有配置云厂商，如今也需要重新审视这个取舍：弹性更大，未必意味着回报更值得相信。

七月，我们开始同时关注一年和三年的 IRR。现在还需要把 thesis 分层，先算已有业务和较高确定性的逻辑能支撑多少价值，再看尚待兑现的增量。如果前者已经足以支持买入，后者就是额外的上行空间；如果回报主要靠新增需求、大幅涨价或快速放量，就应要求更充分的证据，或者更低的价格。某一层逻辑落空后，要重算剩下的价值，不能照用原来的盈利预测，也不必因此全盘否定公司。

■ 提高确信度，需要重新检验关键前提

七月，Bloom 的扩产进展提高了我们对产出的信心；八月，其他供电方案的扩产又削弱了它的稀缺性。公司能生产更多，和客户仍愿意选择它、让它赚到预期的利润，是两回事。复盘这次变化，我们要提醒自己：需求和自身扩产的好消息，不能代替对竞争优势的检查，尤其不能忽视其他供给正在发生的变化。确信度的提高，应来自决定回报的关键不确定性减少，而不只是支持原判断的信息越来越多。

New Lens | 8 月有哪些新的认识

■ 亚马逊：推理回报支持巨额资本投入，未来利润可能被低估

我们在 8 月的研究中预计，2027 年大型云厂商的资本开支将达到约 1.2 万亿美元。这么大的投入，究竟是未来利润的来源，还是现金流的负担，取决于投入后能赚多少钱。推理业务的测算让我们更倾向于前一种判断，也改变了我们对亚马逊盈利空间的看法。

AWS 除了出租算力，还通过托管模型参与推理收入的分配，同一笔硬件投入因此可以带来更多收入。按 8 月对 Anthropic 业务的内部测算，AWS 每 GW 推理算力对应约 255 亿美元的年化收入。在容量口径一致、收入不变的假设下，每 GW 投入 500—600 亿美元，按五年折旧，再扣除每年约 28 亿美元的电费及其他运营费用，每年仍有约 107—127 亿美元的利润空间。

我们还做了一个极端保守的测算，把设备、机房等全部资本投入在三年内折旧完毕，每年仍有约 27—60 亿美元的利润空间。五年情景比三年情景每年高约 67—80 亿美元。这说明，即使用很激进的折旧假设，推理业务仍可能赚钱；如果资产能在更长时间内持续产生收入，利润空间就更大。当然，这是情景测算，并非 AWS 实际项目的利润预测。

此前我们认为云厂商的盈利弹性不够有吸引力，现在看到了更好的推理回报。同时，亚马逊的模型 P/E 从约 25 倍降至约 20 倍。对盈利的看法改善，价格也更合适，我们因此在 8 月建仓，月末配置为 15.39%。

Bet Update | 之前的判断后来怎么样了

■ Lumentum：存储约束提高互联价值，经营兑现支持加仓

我们此前已经看好更大规模的 GPU 协同带来的铜转光需求，之前犹豫的是，这些需求什么时候会变成收入。6 月，因为 Bloom 到 2028 年的增长更容易判断，我们曾将部分资金从 Lumentum 转向 Bloom。8 月，对系统架构的研究和公司的经营进展，让我们提高了对 Lumentum 盈利空间的预期。

一个重要的判断是，存储瓶颈也可能增加光互联需求。HBM 供给受限时，系统可以降低单卡内存配置，用更多 GPU 协同满足容量需求。协同范围扩大到更多机柜后，距离和带宽要求会推动部分铜连接转向光连接。客户为解决存储不足而调整系统，也可能因此增加对 Lumentum 高功率光源的采购。

已有业务的增长让这一判断更有底气。八月跟踪显示，数据中心互联（DCI）的窄线宽激光器收入同比增长超过 130%，可见期间产能已售罄；光路交换（OCS）当季出货环比翻倍，下一季度收入预计超过 1 亿美元。公司还拿到了首笔外置光源订单，客户正在推进近封装光学方案。

八月对外置光源成本与售价的交叉核实，支持了超过 50% 的毛利率假设，使我们这一新增业务的盈利空间有了更充分的依据。结合需求和经营上的进展，我们将仓位由 3.52% 提高至 6.78%。后续会继续看高功率光源能否批量交付，以及实际毛利是否符合预期。

■ 存储：需求判断未变，盈利前提减弱，继续降低配置

7 月，我们将部分配置从 SNDK 转向 MU 和 SK hynix，同时降低了整体存储仓位。Agent 和长上下文会增加存储需求，但我们更看好当时已经体现稀缺性的内存：活跃的 KV Cache 更需要 HBM 和 DRAM 的带宽与低延迟，SSD 能分到多少推理负载，则要看客户是否真正采用 offloading。

8 月，需求仍然强，原先的盈利假设却没有全部兑现。SNDK 的新增需求没有按预期落地，HBM 的涨价预期也需要下调。盈利预测调低后，持有这些公司的预期回报下降，我们继续减少了配置。

SNDK：offloading 增量未兑现，撤去盈利假设后回报不足

撤去尚未落地的 KV Cache offloading 增量后，我们测算的 P/E 从约 3 倍变为约 5 倍。5 倍本身谈不上很贵，但原先支撑低估值和盈利增长的重要需求没有兑现。只看剩余业务，我们认为预期回报已不足以继续持有，将仓位由 6.53% 降至零。

HBM / DRAM：涨价预期下调，需求紧张尚未充分转化为利润

客户谈判与合同条件使我们将 HBM 涨价假设从 100% 下调至 40%。我们仍看好 HBM 和 DRAM 的需求，但不能再用原先的涨价幅度计算盈利。连同 SNDK 的退出，整体存储仓位由 30.11% 降至 6.31%。9 月更积极的定价信息又加强了我们的看多判断，是否增加配置，要用更新后的盈利预期和股价重新计算回报。

■ ASML：EUV 交付上调空间有限，估值对应的回报不足

AI 带动先进制程和内存扩产，ASML 在 EUV 光刻机上的竞争优势也依然稳固。我们的顾虑在于交付：客户愿意花更多钱，ASML 却未必能多交机器，盈利上调的空间因此受到限制。

EUV 光刻机依赖蔡司等供应商，关键部件的产能很难随订单快速扩张。我们在 7 月的测算中，已经采用了 2028 年交付约 110 台 EUV 的假设。若交付数量难以再提高，更强的需求也未必能带来超出原有预测的利润。

当时股价对应 2028 年约 27 倍 P/E，增长已经较充分地体现在价格中，而盈利继续上修的空间有限。我们认为回报不够有吸引力，在 8 月将仓位由 5.76% 降至零。以后再买，需要看到交付能力改善，或者价格降到更合适的位置。

■ NVDA：行业增长仍被低估，增配头部算力解决方案

我们增配 NVDA，首先是因为仍然看好 AI 算力需求增长的规模和持续性。Agent 增加了完成任务所需的计算量，大型云厂商之外的客户也在扩张。只要需求持续超过供给，GPU 和 ASIC 就都有增长空间。我们买的是足够大的行业增量，以及 NVDA 从中获得盈利的能力，不需要它赢得所有市场。

NVDA 仍是满足这些需求最成熟、完整的方案之一。对客户而言，重要的是在有限的电力和机房条件下完成多少计算任务。NVDA 持续改进硬件、互联和软件，让系统适应变化中的模型与任务，提高实际产出。我们会继续跟踪 ASIC，检验 NVDA 的方案是否仍有吸引力，而不是要求它在每一种负载下都领先。

八月，我们将 NVDA 仓位由 2.97% 提高至 8.58%。月内更新的模型在 FY2028 收入约 7000 亿美元、毛利率降至 73% 的情景下，仍显示较大的盈利增长空间，228 美元的模型价格对应约 13.8 倍远期 P/E。这个估值建立在较强的行业投入和交付假设上，增长放缓后需要重算。按目前的判断，存储成本和 ASIC 竞争尚未改变我们对这一回报的看法。

■ Bloom Energy：替代供给增加，重新评估快速放量假设下的投资回报

我们此前重仓 Bloom，核心看法是它能比电网扩容和其他发电方案更快补上供给，让数据中心提前上线。客户愿意为节省的时间付钱，Bloom 的剩余产能也就有机会较快变成收入。这比“美国缺电”更具体，也是我们当时判断增长较为确定的原因。

八月，其他供电方案的扩产让我们重新考虑这一判断。CAT 恢复相关机型生产，预计可补充约 1.5GW 产能；INNIO 计划将 Jenbacher 产能从 3.5GW 扩至 7GW。这些产能还没有全部兑现，一旦落地，客户就会有更多选择。我们需要分清，Bloom 是普遍能让项目更快上线，还是主要适合其他方案受到排放、用水或许可限制的项目。后者仍有需求，却不能按整个电力缺口估算销量，也不能假定采用 Bloom 就会更快获批。

按快速放量后的盈利算，Bloom 可能显得便宜。但如果适用的项目比原来想的少，或者放量更晚，同样的价格能带来的回报就会下降。我们不再以原先的增长确定性支持重仓，将仓位由 9.55% 降至 3.12%。剩下的配置，要建立在更有依据的销量与盈利预测上。

Portfolio Snapshot

期间	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	-24.95%	-0.13%	-6.61%
8 月	-0.08%	+2.62%	+4.18%
YTD	+17.02%	+12.28%	+16.66%
机构化期累计（自 2024-08-28）	+50.21%	+37.44%	+52.23%

净值（截至 8 月 31 日）：1.43。
持仓数为 8 只（不含现金）。前五大持仓为 TSMC 18.46%、AMZN 15.39%、LRCX 12.46%、NVDA 8.58%和 Lumentum 6.78%，合计 61.67%；现金 22.98%；主要行业暴露为半导体产业链 45.81%。

数据说明：基金收益按末四舍五入的净值计算，7 月末采用更新后的数据，本期 7 月收益相应重算。指数按相应月末最后有效收盘值计算价格回报，不含股息；YTD 自 2025 年末起算，机构化期累计自 2024 年 8 月 28 日起算。SPX 为标普 500，NDX 为纳斯达克 100，来源为 FRED 收录的 S&P Dow Jones Indices 与 Nasdaq 100 序列。

公司数据说明：文中的盈利、估值、IRR 与扩产情景来自内部研究，属于相应研究时点的预测或假设，不等同于实际业绩；不同公司的模型 P/E 未必采用相同盈利年份与会计口径。

保密资料，仅供现有及潜在投资人参阅。