

泉果基金杜凡:

深耕一线 做有“壁垒”的科技猎手

□本报记者 王鹤静

2025年,杜凡从知名私募转投公募,正式加入泉果基金。他在科技投资领域深耕多年,拥有12年证券从业经验、5年投资管理经验,可谓市场上的科技老将。此前在私募担任研究总监、投资经理的从业经历,锻造了杜凡深耕科技领域、扎根一线产业的“好功夫”。

日前,杜凡作为泉果科技领航担任基金经理接受了中国证券报记者采访,分享了自己多年来从事科技投资的心得体会。以成长为为主线,以价值为底色,杜凡在自下而上选股时注重“天时地利人和”,通过深入产业一线,挖掘那些有能力的可靠公司。

遵循“天时地利人和”

加盟泉果基金之前,杜凡曾在一家百亿级私募机构担任研究总监和投资经理。杜凡坦言,和公募平台不一样,私募平台能够获得的外部投融资资源有限,团队养成了独立深度思考、勤奋钻研“翻石头”的习惯和纪律。

“科技行业蕴含着巨大的机会,但产品形态迭代快,投资者情绪波动也快,研究难度相对比较高,我一直要求自己把研究做深做透,不断提高认知,形成自己独特的竞争壁垒。”一路走来,杜凡不仅在科技方向积累了丰厚的投融资资源,也对产业发展和资本市场有了更加深刻的理解,逐步搭建起自下而上的选股框架。

杜凡将自己的投资框架总结为“天时地利人和”。所谓“天时”,即宏观环境、行业增速与发展空间;“地利”即产业链卡位、财务健康、估值合理,他对科技股的短期估值要求没

有那么高,但十分看重中长期表现,同时对中观层面保持谨慎跟踪;“人和”则是杜凡选股时最为看重的特质,即公司管理层能力突出,公司创始人身上具备企业家精神。

“2021年到2022年,PCB产业链已进入红海竞争阶段,多数公司趋于保守,不愿拓展客户。但我投资的某家公司有能力也有意愿继续突破,当时布局了大量高端HDI产能。公司虽然当年业绩承压,但是产线管理有序、设备自动化程度高,同时具备优质、坚实的海外客户基础。最重要的是,公司管理层展现出了出色的客户拓展能力和企业家精神。后续事实证明,经过两年的准备,这家公司的确抓住了AI算力爆发的重大机遇。”杜凡举例说。

成长为主线 价值为底色

随着科技板块估值抬升,资金抱团的现象引起市场的关注。

在杜凡看来,大量资金涌入意味着经过产业端的验证和识别,短期预期较高,更需要仔细甄别投资标的。随着科技产业趋势愈发明朗,上市公司业绩会在报表端逐步显现。短期虽然可能会有波折,需要保持谨慎,但拉长维度来看,调整可能反而是收集筹码的机会。

杜凡并不是“高换手”的科技选手,而是更倾向于做较大趋势的交易,在底部建仓,随着估值上涨逐步止盈。并且,其核心持仓相对集中,都是长期认可的公司,仅用小部分仓位参与市场博弈。

同时,杜凡积极通过调整持仓结构,使得组合尽可能平稳应对市场潜在的风浪。

一方面,他不押注单一赛道,而是通过分散持仓的方式,降低组合持仓的相关性,以控制回



撤;另一方面,他尽量避开资金过度拥挤的板块,基于自身能力,识别公司的实际价值,判断估值是否过度炒作、超出合理范围以及回撤是暂时调整、还是长期趋势走弱。

此外,杜凡还在积极寻找一些基本面在右侧而估值尚在左侧的机会,在组合中发挥防守作用:“比如像港股的摄像头模组公司估值目前已足够便宜,压制估值的更多是市场因素,其实就是实际业务偏右侧,而市场情绪把估值压到了左侧,是比较好的机会。”

多年的市场磨砺,让杜凡形成了“以成长为为主线,以价值为底色,辅以趋势判断”的投资理念,他看重一家公司中长期的发展增速、市场空间、公司治理,他也注重公司中期维度的估值水平和财务健康程度。并且,过去几年他不断补充

自上而下的宏观视角,辅助自己做更精细化的投资判断。

跟踪AI与半导体产业链

面对这一轮AI浪潮,杜凡从产业端体会到了切身的感受——当前就好比站在一堵墙面前,面对突然直立起来的趋势,虽然难以预判最终高度,但方向是明确的。

“为什么当前AI产业的市场预期如此高,主要是因为美国的产业巨头给出了较为明确的三到五年资本开支指引,供应链才敢进行相应准备。”杜凡预计,本轮AI科技革命可能持续十年甚至二十年。虽然股票市场存在预期抬升的现象,部分领域结构可能有些不合理,但未来会是“大鱼大水”的广阔市场,将有众多机会涌现,关键在于如何布局。

在算力领域,杜凡举例表示,还在涌现新的机会,比如一些过去预期中不包含AI业务、但现在有能力切入该市场的新公司可能是新机遇,关键在于AI业务能够带来多少业绩增量。

除AI产业链外,杜凡关注的另一大主线是半导体领域。在他看来,半导体领域的发展空间巨大,其中光刻、检测等环节未来会走入快速增长期。尤其是在通胀逻辑之下,杜凡发现,过去部分功率半导体、模拟芯片公司因价格战而利润承压;从去年底开始,这些公司的报表端已显示出涨价能力,行业正在发生新的变化。

此外,杜凡也在前沿科技领域挖掘一些“小而美”的细分机会。比如,杜凡关注到,3D打印在海外消费强劲,开始显著起量,不仅是C端消费需求爆发,B端诸如手机硬件也开始采用3D打印技术,这样的需求趋势可能会逐步扩展至国内。

光大保德信基金姚石:

性价比叠加情绪底 北证50投资机会浮现

□本报记者 魏昭宇

近期,多家基金公司陆续发布公告,将旗下北证50指数基金的总份额上限从此前的5亿份统一上调至15亿份。这一举动被市场视为重要的“活水”信号,意味着更多的增量资金有望涌入这一聚焦创新型中小企业的市场。随着产品供给扩容,投资者的目光再次聚焦北交所品种及其核心指数——北证50。

在此背景下,光大保德信基金于5月11日发行光大保德信北证50成份指数型基金,拟由姚石担任基金经理。为何选择在当前时点发行产品?北交所市场近些年经历了哪些变化?这一市场未来的投资机会在哪里?近日,中国证券报记者采访了姚石,在他看来,经过前期调整,北证50指数在政策、情绪、估值等多个维度均已显现出配置价值,当前或是布局这一高成长赛道的较好窗口。

北交所市场迈向新阶段

市场制度的完善是市场活力的基础。今年4月,北京证券交易所修订发布了《北京证券交易所交易规则》,推出了股票盘后固定价格交易、调整了无价格涨跌幅限制股票的大宗交易价格范围等一系列新规。对此,姚石认为,交易规则的持续优化将更好地满足投资者的交易需求,提升市场定价效率和流动性。效率更高的定价机制,将有助于吸引更多的机构投资者参与,从而改善市场的流动性生态,推动北交所走向更加成熟、健康的发展轨道。

回顾北交所近几年的发展,姚石认为,市场已经发生了深刻而显著的变化。首先,市场制度体系日趋完善。从混合做市、两融机制优化、再融资流程简化,到近期北证50指数基金迎来扩容,以及公募基金投资北交所限制的放宽,一系列政策措施使得北交所的交易规则、融资功能和指数产品体系更加健全,市场运行愈发规范。



其次,投资者结构持续优化。姚石提供了一组关键数据:开通北交所交易权限的投资者账户数量已突破1000万户,创下历史新高,较去年同期净增近200万户。这一跨越式增长,标志着北交所市场吸引力与投资者生态建设步入新阶段。更为重要的是,参与主体正从早期的个人投资者为主,向公募、私募等专业机构投资者转变。随着北证50相关指数产品的不断丰富,机构在市场中的定价影响力逐步提升,市场走势也更多地回归基本面驱动。“可以说,北交所正从一个偏小众的试点市场,逐渐走向制度化、机构化、规范化的相对成熟阶段。”姚石总结。

政策与风格轮动或催生修复

谈及选择在当前时点发行北证50指数基金的原因,姚石从估值、情绪、政策预期及市场风格等多个层面进行了分析。

从估值水平看,姚石说,截至4月底,北证50指数的市盈率大约在55倍。纵向比较,该指数自上市以来在15倍至80多倍的区间内震荡,目前55倍处于历史中位偏上的位置。但横向对比其他科技成长风格指数,则显示出相对优势。例如,科创50指数的估值高达150多倍,历史分位水平处于97%的高位;而中证1000、中证2000等小盘指数的估值分位水平也普遍高于北证50。“从横向比较而言,北证50具备一定的估值优势,可能吸引资金进行再配置。”姚石表示。

市场情绪则提供了重要的观察视角。姚石表示,在经历3月份的市场调整后,4月初北交所整体成交额一度跌破100亿元,这可以被视为情绪上的“冰点”。回顾历史,上一次成交额跌破百亿元发生在2025年初,随后市场便迎来了一轮上涨行情。情绪的极度低迷之后,可以看到更多的机会。

此外,姚石还提到,2026年正值北交所设立五周年,市场对于后续可能出台的支持性政策亦抱有较高期待。

对于近期北证50指数表现弱于科创50等同类指数,姚石将其归因于“虹吸效应”。今年以来,AI、半导体等硬科技主线涨幅显著,吸引了大量资金聚集,而其他板块则相对疲软。北证50同样受到此效应影响。但他认为,这种状况可能发生改变,后市小盘风格有望占优。此外,若前期涨幅较大的科技股进入高位震荡,资金也可能寻求再平衡配置,转而关注像北证50这样估值相对较低的领域。

“综合来看,经历了3月份的调整,当前估值处于相对低位,情绪冰点已现。叠加5月-6月的风格窗口期以及较强的政策预期,这些因素共同构成了北证50估值修复的有利环境。”姚石总结。

关注多个板块的投资机遇

Wind数据显示,目前,北证50指数行业高

度集中于机械、计算机、基础化工、医药、电子等领域,其中专精特新“小巨人”企业占比高达约70%。姚石结合北证50指数的成分股特征,列出了几大看好方向。

首先是半导体产业链,尤其是半导体设备和材料领域。姚石分析,该行业受到双重动力驱动:一方面是全球AI发展带来的算力基础设施需求提升,带动存储、半导体材料等价格上涨;另一方面是相关公司订单饱满,业绩正在持续兑现。

其次是医药行业中的创新药细分领域。尽管医药板块整体表现平淡,但创新药景气度较高。姚石特别提到,国产创新药出海交易金额在去年突破了1300亿美元,且这一趋势仍在强化,显示出这一领域的国际竞争力和配置价值。

此外,对于市场关注的AI和高端制造领域,姚石表示,更看好在北交所上市公司中寻找处于技术萌芽期、可能产生颠覆性机会的细分赛道,例如硅光等前沿技术方向。

作为指数基金,精准跟踪标的、控制跟踪误差是首要任务。姚石本人拥有超11年从业经验,2022年12月起开始负责投资组合管理工作,曾在华泰证券资产管理公司深度参与指数化投研工作,参与过指数增强等产品的管理,对指数成分股调整、交易策略等有深入研究。他透露,团队会将“成分股调整策略”应用于北证50指数基金的管理中。通过测算预期交易金额对个股流动性的冲击,提前或延后调整持仓,在严格控制跟踪误差的前提下,力争获取小幅超额收益。

姚石最后表示,北证50指数贝塔值较高,上弹性大,但波动也相对剧烈。对于普通投资者而言,更适合将其作为卫星配置,与沪深300等核心宽基指数搭配,在降低组合整体相关性的同时,增强进攻性,分享“专精特新”企业的成长红利。