

## 兴业门徒开枝散叶

兴业门徒,源起一脉——兴业证券。而其中的“教父”级人物,正是日后创立宁泉资产的杨东。

1970年出生的杨东1992年大学毕业就加盟兴业证券,也是中国第一代“红马甲”。那是资本市场的草莽时代。但是,兴业证券自营部门及其灵魂人物杨东,却在粗犷岁月之中,锻造出一套研究投资、选人用人的理念和方法。

研究和投资上,兴业证券自营部门和杨东踏上了资本市场时代浪潮的前进节奏。兴业证券自营部门和杨东在1996年实现了飞跃:通过交易10年期国债96(6),自营投资盈利逾亿元,一下子把规模做了起来。“那个年代机会蛮好的,很多新东西你稍微学一学,就可能成为中国最早掌握的那批人之一。”杨东日后这样说。

时代浪潮中的兴业证券自营部门和杨东,创造了神话:1992年到2001年期间,兴业证券自营部门取得了无一年亏损的辉煌战绩。

选人用人上,兴业证券自营部门和杨东更是为人所津津乐道。杨东选人的标准很明确:偏理性,爱分析琢磨,能独立思考。考察新人的投资能力,不仅要要看结果,过程也非常重要。

这样的用人之道,在杨东打造公募基金——兴业全球基金(现名兴证全球基金)一时,得到了更直接的体现。2003年9月30日,兴全基金成立,杨东出任兴全基金总经理。

创业伊始,杨东的排兵布阵可谓草蛇灰线:没有急于广发英雄帖,而是从熟悉的人中挖掘干将。先是杨东在复旦大学的学弟、当时在兴业证券的杜昌勇加盟,而后是杜昌勇的同窗好友王黎明入伙,组成了“铁三角”。此后,兴全基金还

通过校招等形式,招来几位年轻人,其中就有日后的明星基金经理董承非。

2007年,杨东迎来高光时刻:在A股强势上行的背景下,杨东却以公开信的方式提示投资者,市场存在风险隐忧,事后证明了杨东的前瞻性。2015年,杨东旗下投研团队在所管产品一季报中表达了对A股市场热度的担忧情绪,随后行情大幅走弱,再次证明了他的先见之明。杨东的江湖地位就此奠定。

那是群星闪耀的时代。除了杨东和兴全基金,日后兴业门徒的一众大佬同框生长:日后创建大朴资产的颜克益在1998年至2012年期间历任兴业证券研发中心分析师、证券投资部投资经理、资产管理部总经理及研究所所长等;宽远资产创始人徐京德1997年加入兴业证券,2006年至2010年任投资部总经理,2011年至2014年任资管分公司总经理。

聚是一团火,散作满天星。进入21世纪第二个十年,兴业证券的群星们,各自迎来发展道路的选择。

2012年1月,颜克益创立大朴资产,专注于二级市场投资。2014年徐京德创设宽远资产,明确提出秉承价值投资理念,聚焦长期确定性增长,重视企业核心竞争力与穿越周期的能力。2015年,杜昌勇创立睿郡资产,其核心团队多来自兴全基金;2020年睿郡资产和王晓明在2014年创立的兴聚投资实现实质性合并,“独行者速,众行者远”;2022年上半年,董承非告别兴全基金,加盟睿郡资产。2018年,兴业系“教父”杨东奔私,创立宁泉资产。

## 投资策略“师出同门”

除了源起一脉,兴业系私募何以成为兴业门徒?

重点持仓是基金经理最诚实的自白书,从中可以窥见兴业门徒的“教义”。

宁泉、睿郡、宽远、大朴四家兴业系私募,近三年在A股留下的持股痕迹,拼凑出一套隐秘却高度自洽的投资策略:不追热门,苛求估值、习惯左侧。公开信息显示,这4家私募上榜前十大流通股股东名单的重仓股绝大多数属于非公募基金重仓、非陆股通重仓的中小市值标的。

其中,一只北交所小票——建邦科技,成为这套策略耐人寻味的注脚。

2023年初,北交所流动性跌入冰点,日均成交额不足10亿元。彼时,宁泉资产与宽远资产却同时出现在建邦科技的前十大流通股股东名单中。Wind数据显示,2023年第一季度,宁泉资产通过旗下多只产品合计持有约113万股,宽远资产持有约151万股。此后三个季度,两家机构的持股虽有增减,但始终“同框”。

建邦科技是一家汽车后市场非易损零配件的供应商,公司产品出口欧美等地市场,毛利率长期维持在30%上下。2023年其市盈率(TTM)仅10倍出头,市值徘徊在10亿元左右。这只被主流机构忽视的北交所“隐形冠军”,完美契合了兴业系私募的审美:低估值、小市值、低关注度,且具备稳定的海外现金流和清晰的商业模式。能够在当时北交所众多公司中,同时选中这个个股,足以反映出这两家兴业系私募的选股标准和默契。

如果说建邦科技是兴业系私募审美在冷门品种上的默契,那么睿郡资产对乐鑫科技的操作,则是一场教科书级的左侧布局。

2023年第四季度,A股半导体板块仍处于漫长的调整通道之中。作为MCU芯片设计公司,乐鑫科技股价在100元(未复权)附近反复磨底。此时,睿郡资产基金经理董承非悄然建仓,至2023年末首次持有约108万股,共涉及董承非管理的两只私募产品。此后四个季度,董承非的节奏与市场情绪形成鲜明反差:股价越调整,买得越多。

2024年第一季度,乐鑫科技股价一度跌破80元,当季股价跌幅近10%。该季度末,董承非逆势将乐鑫科技的持仓推高至276.77万股;2024年第三季度小幅减持后,第四季度再次加仓至403万股。到了2025年第一季度,睿郡资产的持仓达到约413万股,持股市值一度超过10亿元。事后来看,自2024年1月的乐鑫科技股价阶段低点至2025年9月的阶段高点,睿郡资产的筹码,大多买在左侧底部。

这笔操作背后的逻辑,在董承非的公开言论中得到呼应。他表示,半导体是一个长周期的投资故事,是中国半导体行业实现从0到1的跨越以后,从1到N的过程。

与此同时,兴业系私募持仓组合的另一面——大量低波动、高安全边际的“压舱石”品种,恰恰是这些不惹眼的持仓,构成了兴业系私募“弱市扛跌”的根基。

梳理宁泉资产近三年的重仓股:山东路桥、阳光照明、洲明科技……清一色的低估值、稳现金流、低波动标的。睿郡资产同样持有金能科技、海澜之家等传统周期和消费标的。在2023年至2025年A股多轮震荡中,这些股票的调整幅度显著小于沪深300指数。这种“防守优先”的选股,为后来的“反击”提供了缓冲,杨东所倡导的“先为不败,然后求胜”理念,不断落地实践。

对市场大势的判断,是兴业系私募“先为不败”哲学的延伸。杨东历来以“温度计”式的市场感知而著称——2007年上证指数6000点劝赎基金持有人,2015年上半年提示风险,2021年初警示新能源板块泡沫。这些判断并非精准的择时,而是基于估值极度高企后的常识性预警。

2025年4月,杨东在一场内部交流中表示,“目前投资中国股市,会比存款、国债、银行理财等资产的回报更好”,同时强调“估值是感知市场热度最重要的温度计”。这延续了他一贯的风格:不在狂热时推波助澜,也不在低迷时随波逐流。

董承非则在今年3月用“混沌”二字形容对A股大势的判断。这种坦承本身,就是兴业系私募风格的体现——不预测,只应对;不追求每次都正确,但追求“犯错时不致命”。王黎明也说,“做资产管理这个行业,只有一条命,不能在每一次重要决定里把这条命赔掉。”

# 兴业门徒

## 私募「绝对收益派」的隐秘审美和生存智慧

● 本报记者 徐金忠 王辉

在中国私募江湖的版图中,“兴业系”是一个绕不开的隐秘坐标。

宁泉资产、睿郡资产、宽远资产、大朴资产——这四家由杨东、杜昌勇、王黎明、董承非、徐京德、颜克益等出身于兴业证券和兴全基金的资深投资人士创立和加入的私募机构,在资产管理行业浮沉十余年之久,逐渐沉淀出一套高度自洽却又各有侧重的投资哲学。它们不追热点、不抱团、不押注单一赛道,却在低估值中小市值标的和高股息品种方面游刃有余;它们很少出现在市场的喧嚣处,却在近年来A股的跌宕起伏中交出了产品净值普遍抗跌的答卷。或许进攻不够锐利,但防守表现长期突出——最终的复合收益依然可观。

“先为不败,然后求胜。”杨东的这句话,几乎可以概括这一群体的共同底色。很多看似分散的投资操作背后,隐含着同一套审美标准:低估值、高安全边际、逆向布局。

通过拆解四家机构近三年来的重仓股变迁,溯源兴业系私募的文化基因,许多人不禁要问:当“绝对收益”成为资产欠配时代的高频词汇,兴业门徒们用多年时间打磨出的这套投资体系,究竟为中国证券私募行业提供了怎样的样本意义?

## 审美进阶的“默契”

如果说个股层面的共同持仓是“偶遇”,那么行业层面的审美共振,则是兴业系私募之间无需言说的默契。从2023年的分散防御,到2025年的半导体聚焦,兴业系私募的行业配置轨迹,清晰地勾勒出一条从低估值传统向成长科技均衡过渡的路线图。

睿郡资产与大朴资产在半导体产业链上的布局,是审美共振的生动案例。从公开资料来看,两家机构没有共同持有同一只股票,却分别在产业链的不同环节落子——这恰恰体现了独立研究下的差异化协同。

睿郡资产从2023年第四季度开始,逐步构建起“半导体优势组合”。至2025年,其半导体持仓已拓展至芯朋微(电源管理芯片)、神工股份(半导体硅材料)、扬杰科技(功率器件),形成从芯片设计到材料的完整链条。

大朴资产则选择了产业链的不同节点。其重仓的四会富仕(PCB印制电路板)、东华测试(结构力学性能测试)、诺瓦星云(LED显示控制),更偏向半导体应用和测试环节。同处半导体赛道,但具体标的和产业链位置各异。

值得注意的是,两家机构都没有追逐2023年最热门的AI算力概念,而是聚焦于国产化逻辑清晰、估值相对合理的细分龙头。乐鑫科技在睿郡资产建仓时市盈率约40倍,相比当时动辄百倍估值的半导体设计公司已属克制;神工股份PB指标一度处于历史低位。这种“不追热点、只买便宜”的审美惯性,在半导体的高波动赛道投资中显得特立独行。

如果说半导体代表了兴业系私募的进取面,那么传统消费和周期股则是其防守面。在这些领域,四家私募呈现明显的“前后相继”现象。

自2023年以来,宁泉资产长期持有大亚圣象、阳光照明、山东路桥等标的,持有周期普遍超过两年,换手率极低。这些企业的共同特征是:处于成熟期,增长不快但现金流稳定,估值常年在10至15倍之间,股息率普遍在3%至5%。

睿郡资产在2024年至2025年逐步增持了兔宝

宝、海澜之家等个股。其中,兔宝宝在2025年第三季度成为睿郡资产的重要持仓品种,持股约1649万股,市值约1.77亿元。海澜之家则在2024年第一季度被睿郡资产新进买入,此后虽有增减,但始终保留一定仓位。

这种“前后相继”可能正源于同一套审美体系对相似资产的持续扫描。当宁泉资产因持仓比例或产品策略不再增持某一细分方向时,睿郡资产可能恰好发现其中仍有价值洼地。这种接力,客观上延长了兴业系私募对低估值消费板块的覆盖时间。

近年来,银行存款利率持续下行,高股息资产的性价比被显著放大。兴业系私募对这一趋势的把握,体现在它们对高股息个股的系统性配置上。宁泉资产持有的阳光照明,股息率常年维持在4%以上;睿郡资产持有的海澜之家,股息率曾一度超过5%。这些股票还同时附带潜在的估值修复空间——这正是绝对收益策略在低利率环境下的最佳实践。

投资逻辑并不复杂:如果股价不涨,就赚取高于国债收益率的股息;如果估值修复,则额外赚取价差。这种“类债券”的选股思维,使得兴业系私募的组合在资产欠配时代具备了独特的吸引力。正如杨东所言,股票“会比存款、国债、银行理财等资产的回报更好”,其底气正是来源于这些高股息、低估值的底仓品种。

回顾2023年至2025年兴业系私募的行业配置变化,可以清晰地看到一条进化轨迹。2023年,四家私募的行业分布较为分散,覆盖家电、家居、基建、化工、医疗等多个传统领域。2024年,半导体赛道开始被系统性增配,睿郡资产的乐鑫科技、芯朋微等标的持仓量显著上升。到了2025年,“低估值传统+成长科技”的哑铃型结构基本成形——一端是高股息、低波动的防御品种,另一端是具备长期成长逻辑的硬科技品种。

这种进化并非风格的漂移,而是基于估值和安全边际的动态调整。当传统消费板块的估值优势减弱时,减仓;当半导体等成长赛道因周期下行跌出机会时,加仓。在兴业系私募的投资哲学里,没有永恒的赛道,只有永恒的性价比。

## 时代烙印 同源异彩

兴业系私募的长成,还有时代背景的巨大烙印。

回顾杨东、颜克益、徐京德、杜昌勇、王黎明、董承非等人的成长轨迹,可以看到一幅资本市场和资产管理时代跃迁的大图景。

颜克益、徐京德等人早年的经历主要在兴业证券,而杨东、杜昌勇、王黎明等人的经历更为复杂,董承非等人则又是完完全全的公募基金出身。

早期的资本市场,春江水暖,证券公司无疑是试水资本市场和资产管理的先头部队。随后,公募基金等资产管理机构崛起,兴全基金就是其中的代表之一。

证券业先期而动的年代,资本市场也是大开大合,“早期国内的资本市场周期很短,可能走弱几个月就跌很多了,但是熬几个月,市场又走强了。这样就会有更多周期机会,强弱很清晰、易辨认。”杨东说。时势造英雄,兴业证券日后的一众大佬,都是时代的弄潮儿。

而到了资本市场逐渐成熟、资产管理行业走向专业化的时间窗口,杨东等人清醒且有决断力。兴全基金也是这样的清醒认知和果断决策的产物。“我认为规模不应该是基金公司的首要目标,规模是因变量,投资管理能力才是自变量,才是核心竞争力。”杨东说,“我一直坚持的理念是,有所为有所不为。要能够发挥优势的、比较擅长的事情,扬长避短,摒弃同质化、大众化的东西。”

这样的成长背景之下,兴业系私募共享成长“底色”。

“价值观正、真诚务实、注重风险,不追逐热点、独立认真做好研究。”作为兴业门徒之一,云睿资产创始人兼基金经理梁力这样评价前辈和分析自己。

虽然已经很少同台论道,但是兴业门徒的一众大佬,在为数不多的公开场合,谈论投资和资产管理,底层的价值观已经不需要多说什么。他们之间,更多是观点的互相激荡。

“我们在一块聊,不会讲市场如何去炒作、如何去交易,我们都会关注企业到底是什么状态、估值在什么位置等。另外,我们会更多谈论风险,谈论守住风控底线。”兴业系私募之一,理成资产首席执行官吴圣涛这样定义兴业门徒的“共同语言”。

花开数朵,各表一枝。兴业系私募,在市场实践中,各有特色。

杨东的宁泉资产,擅长市场周期的研判,对市场贝塔的把握让很多同行叹为观止。“敢看多看空”的杨东,坚持的理念很直白:“我们说时间是有价值的,但前提是说,你要走在正确的路上。要确保正确,然后按照合适的节奏,急功近利则会欲速而不达,需要平衡的管理。就是你走在正确的路上,同时你的平衡也很重要。”所以整体而言,宁泉资产的投资,趋于分散化并保持低仓位,此外,灵活运用金融

工具,表达其对市场贝塔的看法。

徐京德的宽远资产,选择的道路相对更加自下而上:持股相对集中,但是对估值要求高。宽远资产对市场的敏感度高,而且在投资中进退灵活。颜克益的大朴资产,则兼而有之,投资上偏向于基于自上而下的产业趋势判断来指导行业配置,进而传导到个股配置。

睿郡资产更为复合。杜昌勇是可转债领域的资深玩家,在可转债领域深耕多年,并在睿郡资产延续了多资产配置领域的优势,成就了睿郡资产的股债结合市场头部参与者的江湖地位。合并而来的兴聚投资和王黎明,精耕细作权益投资,整体思路自下而上,对仓位、行业、个股的选择有着自己特色的组合,追求绝对回报。作为业内最知名的价值派基金经理之一,董承非的加入,让睿郡资产的一些投资组合特征明显:有限的A股权益“暴露”,有效的衍生品应用,以及对于公共事业等传统价值风格的布局。董承非也在不断挑战自己,在2024年末其组合显示出强烈的科技含量。今年3月的睿郡资产策略交流会上,董承非又对智能汽车行业发表了很大篇幅的分析和点评。

兴全基金,同样是公募基金高质量发展的经典案例。数据显示,截至2026年一季度末,兴全基金旗下83只公募基金累计为持有人创造利润超1878亿元,平均单产品创造利润达到行业领先水平。在投研体系上,兴全基金迭代升级,通过专业研究小组搭建、跨组协作、“老带新”人才梯队建设等系列机制,为公司投资决策提供了平台化、专业化、体系化的研究支持。兴全基金仍在自己的节奏中,稳步向前。

同根而生,但各枝生发,向阳开花。这就是兴业门徒的生存状态。

分析兴业门徒的开枝散叶,不得不说他们对兴业招牌的爱惜和维护。杨东等人为兴业系打造了“良心”机构的金字招牌。特别是杨东两次在市场高点提示风险,劝告基金持有人赎回,为兴业系获取了投资者的广泛认可,“我们做基金管理人的,最怕被客户骂,我觉得事先提醒持有人,起码是尽到管理人的责任了”。

同时,作为普惠金融的兴全基金和走向高净值客户的大朴资产、宽远资产、睿郡资产和宁泉资产等,都在行业声誉、品牌建设等方面,维持了良好的记录。兴全基金早年间“小而美”定位以及此后的“权益精品店”模式,都让资产管理行业看到了专业、克制的精神和文化;兴业系私募,多数又是私募基金行业克己而为之的代表:对规模的克制,对风险的控制,为兴业系增添了更多亮色。

梁力这样介绍:“兴业系的前辈们,允许和鼓励我们用好兴业这块牌子,更好找到合适的投资者。与此同时,我们遵循兴业系的理念、文化和价值观,认真做好研究和投资,一起维护好这个品牌。”



视觉中国图片