

德邦基金雷涛:

半导体成长非“45度直线” 未来两年是关键窗口期

证券时报记者 李明珠

A股市场中,半导体产业因兼具高成长性、高波动性,一直是投资者关注的焦点。在“AI创新”与“国产替代”的双轮驱动下,年内相关行业指数涨幅普遍超40%。

近日,德邦基金基金经理雷涛在接受证券时报记者采访时表示,坚定看好半导体行业未来两年的发展,他认为半导体产业的成长路径并非是45度直线,而是伴随技术突破、产线切换、产能爬坡、订单调整等多重变量持续调整业绩释放节奏的曲折过程。中国半导体投资最大的Alpha(超额收益)来自国产替代的深化和AI带来的增量机会。

“三层筛选法”选股

今年第三季度,中证半导体指数上涨50.51%,半导体板块好于整体市场的表现,在行业需求扩张与国产化共振下迎来持续的行情,重仓半导体板块的公募基金同样业绩表现优异。Wind数据显示,截至11月9日,雷涛管理的德邦半导体产业混合发起式基金年内收益达到84%,近3年收益逾129%,分别领先于同期业绩比较基准的35.28%和59.90%。

谈及如何在半导体领域甄选优质标的、获取长期超额收益,雷涛提到了两个关键点:产业细分领域研究与景气度变化评估。具体而言,是对半导体产业链的各个环节进行精细化拆解,通过对半导体材料、设备、EDA、封装、芯片设计等细分领域的深度研究和动态评估,持续跟踪各领域的景气周期变化,再从中优选2至3个最具潜力的细分方向重点布局,此外,要持续从中长期视角跟踪,及时捕捉产业内部的“切换点”,动态调整仓位。

记者注意到,拥有上海交通大学控制理论与控制工程硕士学位的雷涛职业履历丰富,从华为到券商研究员,再到德邦基金担任基金经理,塑造了他兼具产业视角与金融专业深度的投资风格。对于技术快速迭代、周期性强的半导体行业,雷涛为其管理的基金构建了一套系统化的“三层筛选法”选股框架。

博道基金杨梦:

量化投资是一场与市场有效性的持续竞赛

证券时报记者 裴利瑞

在中国公募基金市场,量化投资已从曾经的“小众策略”崛起为不可或缺的重要一极。根据Wind数据,截至2025年三季度末,公募量化产品(包括主动量化与指数增强基金)总规模已突破4000亿元。其中,博道基金的量化管理规模约达270亿元,跻身行业前三,成为中小基金公司借助量化业务突围的行业样本之一。

“我们追求的不是某一年跑出惊人的业绩,而是在牛熊切换和风格轮动的市场中,始终保持在行业前列的竞争力。”博道基金量化投资总监杨梦在接受证券时报记者采访时表示,公司量化团队已经亲历数次市场风格的剧烈切换与行业范式的深刻变革,他们深刻认识到,量化投资并非一劳永逸的“黑箱”,而是一个需要与市场同频共振、不断迭代的生命体。

持续迭代的进化之路

量化投资的进化,本质上是一场与市场有效性的持续竞赛,博道基金量化业务的发展历程清晰地印证了这一点。

杨梦回顾道,公司量化业务始于私募时期,并于2013年启动实盘。2014年,他们在首度遭遇市场“黑天鹅”时,凭借基于Barra风险模型构建的组合成功抵御了冲击,为2015年的增长奠定了基础。然而,2015年市场大幅波动后,随着股指期货受限,他们为开辟“第二战场”,于2016年启动了量化CTA策略的探索。2017年是更关键的分水岭。面对市场风格转向价值投资,他们快速迭代,引入GP算法挖掘新因子,并系统性地整合了盈利因子大类,以顺应趋势。

2023年,博道量化团队更是迈出了关键一步,将AI方法论从局部应用扩展至全流程,形成了“传统框架”与“AI全流程框架”并行的双核驱动模式。“AI框架的引



德邦基金/供图

首选行业贝塔——锁定高景气赛道。“我们始终坚信,在高速成长的行业中,需要识别出当前处于景气上行、需求旺盛的细分赛道。”雷涛表示,“无论是早期的算力芯片,还是近期的存储板块,都是基于对产业贝塔的精准把握。”

再选公司质量——寻找能穿越周期的“好企业”。在确定了高景气赛道后,第二步是筛选出能够穿越周期的“好企业”。曾经的工作经历让雷涛深刻认同华为“艰苦奋斗、实事求是”的文化理念,也形成了直观清晰的产业评估逻辑。雷涛表示:“优秀的企业往往是相似的——它们有清晰的战略、强大的执行力和中长期的战略定力。”

最后看当下估值——结合市场地位进行最终决策。在好赛道和好公司的基础上,结合当前市场估值水平,判断并挑选具有足够安全边际与配置价值的标的,并匹配相宜的仓位。

季报显示,德邦半导体产业混合发起式基金超配了算力、光刻机和设备等板块,并适时增加了存储板块的仓位,基金由此收获了不错的超额收益。

正是通过这套从赛道到公司、再到市场的三层筛选机制,雷涛得以在半导体产业的浪潮中,聚焦细分领域的贝塔,进而构建起自身投资组合的阿尔法。

国产替代与AI浪潮机遇

当前,中国半导体产业正处在“国产替代”与“全球AI技术革命”双轮驱动的历史性交汇点。雷涛判断,未来两年将是行业发展的关键窗口期。

对比全球市场,投资中国半导体需要从两个维度去看:一是行业自身的周期属性——受益于AI产业需求驱动,行业当前无疑正处于确定的向上周期;二是国产替代的纵深推进——从半导体产业的战略“角色”来看,未来仍有巨大的发展空间,尤其是以先进制程为核心的全产业链和以AI算力为代表的芯片设计,是国产替代最具潜力的两大方向。

他特别指出,AI带来的不仅是可观的需求增量,更是重构产业格局的催化剂。“市场可能低估了AI这波浪潮对世界带来的改变空间。”他表示,“从业绩



博道基金/供图

人,从回测看带来了约三至四成的性能提升,实盘业绩上,也贡献了不错的超额收益。”杨梦强调,AI拓宽了量化的投资边界,并能创造出更强的策略差异化,是团队保持竞争力的重要保障。

杨梦认为,量化作为一种基于历史数据归纳的投资方法,在面对市场发生中长期趋势性逆转时,天然会面临阶段性不适期,“但量化的优势在于能够持续进化。每一次挑战,都迫使我们迭代模型、拓宽认知。如今,我们的模型体系已经学习并吸收了过往多轮由不同因素主导的市场周期,也能更从容地应对未来的不确定性。”

以“双均衡”模型为核

在博道量化团队持续迭代的背后,不变的是对超额收益的追求,“双均衡”的多因子模型便是其产生持续超额收益的核心引擎。

杨梦解释道,超额收益的底层来源可以归结于经典的价值公式:价格(Price)=每股收益(EPS)×市盈率(PE)。这也是杨

梦量化投资理念的基础。“我们所有模型的矛头,都指向如何更准确地预测价格。”杨梦解释道,“这必然回归到对EPS和PE这两个核心变量的预测上。”这构成了博道“双均衡”框架的底层逻辑:

第一个均衡是“方法论的均衡”。即“人脑”主导的传统框架与“机器”驱动的AI全流程框架各占50%权重。其中传统框架以人脑对投资的理解为主要的信息解构方式,而AI全流程框架则全面借助神经网络算法从原始数据源解构信息。这两种模式从底层方法论上形成互补,有助于提升整体业绩的稳定性。

“在投资领域,我们不认为AI能完全战胜人脑。”杨梦解释道,“金融市场规律是时变的,两套方法论各有优势与局限,并行运作能形成有效互补,帮助我们更全面地捕捉市场机遇。”

第二个均衡是“因子来源的均衡”,无论是传统框架还是AI框架,其因子来源都严格遵循均衡原则,一半权重用于预测EPS的趋势,即通过基本面相关的因子捕

捉上市公司的景气度周期,这与主动选股更偏成长性的思路一脉相承;另一半权重则用于预测PE的波动,即利用量价、估值等因子捕捉中短期的均值回归机会。因子权重基本保持动量反转各占一半,避免风格转换带来不可控的超额损耗。

雷涛进一步分析,当前AI的发展仍处于早期阶段,更多聚焦于云端和IT基础设施(IDC),终端侧的渗透才刚刚起步。随着AI向手机、汽车、IoT设备等终端延伸,有望催生新一代爆款应用,相关半导体企业将逐步兑现价值。“从未来1—2年看,半导体公司的业绩韧性值得高度期待。”

在追求收益预期的同时,雷涛也提醒投资者关注两个核心风险:首先是市场预期过高。“A股市场常出现‘预期打满’现象,即使公司景气度很高,业绩增长也很快,但若业绩稍逊于极致预期,股价也可能因为业绩不够完美而出现剧烈波动。”其次是地缘政治不确定性,在AI和半导体领域,中美之间不可预见的一些摩擦,可能会在结构上对产业链产生深远影响,这也是投资中不可忽视的外部变量。

以耐心静待产业绽放

展望四季度及更长周期,雷涛对半导体资产配置充满信心,但他也指出任何产业的发展有其自身的逻辑和轨迹,不会因为短期市场行情的涨跌而加速或停滞。

雷涛指出,半导体产业的成长路径并非一条平滑向上的45度直线,而是伴随技术突破、产线切换、产能爬坡、订单调整等多重变量持续调整业绩释放节奏的曲折过程。投资者需要做的,是在看清中长期趋势的同时,对于短期的板块调整保持理性与耐心,给予产业足够的时间去兑现价值。

对于近期市场关于半导体板块“资金抱团”的讨论,雷涛认为这种现象的背后是产业基本面、战略地位与稀缺性的体现。一类是能够持续释放出出色业绩,给市场以坚定信心的公司,譬如某些光模块龙头企业;另一类是短期尚未能充分兑现业绩,但具备不可替代的产业地位与国家战略价值的公司。这两类公司都因其稀缺性,自然成为资金长期青睐的对象。

在2024年投研核心人员离任后,中庚基金的发展备受市场关注。这家以“低估值价值投资”而闻名的机构,将会如何延续其自身风格与业绩曲线,成为投资者关注的焦点。

作为研究总监兼基金经理的刘晟,正是在这一关键节点走上台前。面对市场风格的频繁切换,刘晟以“基于不确定性定价的低估值价值投资”为核心框架,坚持绝对收益思维,在顺风中保持克制,在逆境中坚守方法论。他在接受证券时报记者采访时表示,随着市场的波动与修复,他将和中庚基金的投研团队一起迈向“体系共治”的新阶段。

低风险源于研究与敬畏

刘晟拥有逾十年证券从业经验,他于2024年起管理中庚价值领航基金。回顾过去一年,他认为投资实践经历了“回撤与修复”:2024年下半年至2025年初,组合在红利风格下承受压力,但底层选股仍贡献正向阿尔法;2025年一季度后,随着基本面线索增加,产品反弹并实现不错超额收益。

刘晟并不回避市场波动带来的检验。“逆风期并不意味着策略失效。我们始终相信,市场终会奖励那些在科学的策略体系中坚持的人。”在刘晟看来,做到“顺风不自喜,逆风不焦虑”,长久的稳定性才能支撑投资组合的长期收益。

这种稳定性,源于中庚基金长期坚持的基于不确定性定价为核心的低估值价值投资策略体系。刘晟解释,这套体系并非狭义的低估值筛选,而是通过估值、质地与景气度三维匹配,在不确定的市场环境中寻找高性价比资产。

以中庚价值领航混合基金为例,该产品的特点为“两高一低”,即动态对基本面低风险、高成长性、高性价比的行业板块保持高风险敞口,动态调整组合,谋求始终具备高性价比和较高超额收益;同时持仓组合始终保持较低估值水平。基于策略本身的优势,在仓位较高的情况下,谋求较低的回撤和波动。在他看来,这种投资策略,既让基金具备应对周期波动的底层韧性,也避免了情绪化的风格摇摆。

从“明星效应”到“体系共治”

核心投研人员离任后,市场一度关注中庚基金如何延续其风格与业绩曲线。刘晟坦言,在外界看来,中庚基金是“换帅”了。但对公司和团队而言,从创立之初其实就一直强调投资不是明星基金经理的个人英雄主义,虽然市场此前对公司的认知更多是“明星效应”,但“我们沿用的核心投研体系、投研文化、投研流程都没有变化,只是直接参与组合管理的基金经理更多了”。

目前,约30人的中庚基金投研团队覆盖了周期、制造、医药、TMT、消费等主要行业。研究总监刘晟强调“研究驱动”是投研文化的核心。团队采用扁平化管理,鼓励研究员直接参与组合讨论并进行跨行业交流,以提升决策效率并形成研究合力。

中庚基金培养体系的形成并不是一蹴而就的,在经历人员变动后,中庚的整体风格仍旧延续了“低估值价值投资”的主轴。刘晟指出,经历核心投研人员离任后,团队曾经经历了一段“自然补位”的时期。“我们鼓励研究员先进行模拟组合管理,多进行理论与实践的结合,然后逐步走到台前。”

目前,中庚基金的投研新团队已经稳定下来,不同基金经理在同一体系下形成了差异化配置,行业配置上有各自的方向,但方法论保持一致。刘晟将这种配置总结为“一个系统,多种表达”。他认为,这种去中心化的组织形态,是应对复杂市场环境的必然选择。

坚守信念 静待价值回归

回顾过去三年市场从估值压缩到情绪修复的过程,刘晟认为,随着基本面线索增多而竞争者减少,主动权益产品正处“复苏前夜”。他对后市信心不减,并指出投资是反人性的修炼,只要体系科学、方法可进化、心态能承压,周期终将回馈坚持者。

在投资主线方面,刘晟认为市场正处于结构性共振期:一边是交易热度高企的科技(如人工智能),一边是供需格局改善的资源与制造业。

“没有足够研究支撑时,我们既不确定趋势,但也不会盲从。对于科技这类高成长板块,我们更看估值与ROE的匹配度以及持续性;资源板块的逻辑相对清晰,供给端约束、需求端韧性都在改善。”他强调,对于中庚基金的投研系统而言,更重要的是估值定价,而不是简单跟随产业趋势进行情绪交易。

此外,港股市场也向来是中庚基金投研体系关注的重点。刘晟指出,虽然从风险溢价角度看,港股相比此前的性价比有所下降,但一方面港股中存在一些稀缺生意模式的资产,另一方面仍然有不少港股标的相比A股有很高的折价。“港股市场上有一些A股覆盖不到的品种,比如具有全球竞争力的互联网平台公司和创新药公司。在估值合理的大前提下,我们会在组合中进行灵活配置。”



中庚基金/供图

中庚基金刘晟——
从明星效应到体系共治
去中心化是必然选择

证券时报记者 王小辛