

相关研究

《2023年基金市场回顾(三): 星星之火——另类基金市场回顾》2024.3.19  
《2023年基金市场回顾(二): 稳中有进——固定收益基金市场回顾》2024.2.22  
《2023年基金市场回顾(一): 疾风劲草——权益基金市场回顾》2024.1.25

首席分析师:倪韵婷  
Tel:(021)23185605  
Email:niyt@haitong.com

证书:S0850511010017  
高级分析师:谈鑫  
Tel:(021)23185601  
Email:tx10771@haitong.com

证书:S0850518100005  
高级分析师:谭实宏  
Tel:(021)23185676  
Email:tsh12355@haitong.com

证书:S0850521110001  
分析师:章画意  
Tel:(021)23185670  
Email:zhy13958@haitong.com  
证书:S0850523070003

## 2023年基金市场回顾(四): 2023年的闪光点

### 投资要点:

#### ● 基金公司闪光点:

**大成:** 2023年,大成主动权益业绩整体较优,多数基金经理取得不错成绩,规模逆势上涨。一直以来,公司较为关注长期表现和风险调整后收益,重视个股挖掘和研究,不随波逐流,坚持执行自己的投资理念。全年来看,大成主动权益团队整体表现较优,亮点较多,包含徐彦、刘旭和侯春燕等大成主流风格选手,还有偏周期股投资的韩创、医药基金经理邹建、消费基金经理齐炜中和 TMT 选手王帅等,此外也有不少新人扛起了大旗。这些基金经理虽然策略和风格有差异,但均重视选股。

**华夏:** 2023年,华夏被动规模大幅增长,同时主动量化业务体量也有提升。公司一直以来重视量化业务,以被动基金为主要发展方向,长期处于市场部;同时近些年来,华夏也涉足了高频量化领域,过去一年,公司公募主动量化业务发展较快。全年来看,华夏在量化领域有着自己的优势和特色,未来“传统的被动业务”和“新起的主动量化业务”有望带动公司体量进一步提升。

**嘉实:** 2023年,嘉实固收业务发展较快。事实上,自2020年对投研机制进行变革以来,公司主动固收规模便快速增长。自2020年起,嘉实在固收方向搭建起了多个战队,各司其职,分别聚焦货币、短债、纯债、固收+等细分领域。过去三年,从规模变化来看,嘉实固收投研机制的改革是成功的,不仅实现了体量的快速提升,且增长源也相对丰富,来自各个战队和多位基金经理,展现出较强的综合实力。

#### ● 基金经理闪光点:

**主动权益:** 1) 景顺长城鲍无可: 2023年,重仓了公用事业、有色金属和石化等传统行业中低估值、高股息的相关标的,契合2023年权益市场的红利风格;同时自2020年起在估值较低的传媒板块中配置了出版相关标的,在AIGC概念的带动下也有不错收益贡献。2) 大成刘旭: 2023年,重仓的机械、家电等与传统经济相关度较高的标的并未出现明显业绩拖累;同时在2022年左侧重配的通讯行业在AIGC概念的带动下也有不错收益贡献。3) 富国刘莉莉: 2023年,在顺周期中配置的包含油气开采、有色等标的,后周期中配置的线下场景复苏相关叠加高分红的商业零售标的,科技中配置的红利类运营商和医药中配置的业绩成长和估值匹配度较高的中药类标的,整体持仓在驱动力分散的同时给基金带来了正向贡献。4) 华商周海栋: 2023年,重仓的铜、铝等有色金属标的以及计算机、电子相关标的在AI概念的推动下为产品带来了正向贡献,抵消了偏左侧配置的航空运输带来的负向贡献。

**主动固收:** 1) 博时陈黎: 采用积极的信用策略,对各类信用债均有参与,为组合贡献稳定的票息收益,在此基础上通过阶段性高杠杆实现收益增厚。2) 广发宋倩倩: 采用灵活的交易策略,2023年主要配置信用债,杠杆水平中等偏高,通过买卖交易把握信用债细分券种的机会。3) 招商蔡振: 采用量化固收+策略,股债配比稳定,使用量化模型进行选股,风格偏小盘价值,纯债部分以高等级信用债为底仓,通过杠杆和久期操作进行收益增厚。

● **风险提示:** 本报告为对公开信息的客观点评,所涉及的基金公司和基金产品不构成投资建议。

## 目 录

1. 基金公司闪光点.....	7
1.1 大成——专注且稳定.....	7
1.1.1 主动权益——综合表现较优.....	8
1.1.2 个基机会构成其他增长点.....	11
1.2 华夏——量化助力主动被动规模增长.....	12
1.2.1 被动投资——长期位居被动权益市场头部.....	12
1.2.2 主动量化——AI 量化策略推动发展.....	15
1.3 嘉实——主动固收，快速发展.....	16
1.3.1 主动固收——投研机制变革较为成功，2020 年以来规模快速增长 ..	17
1.3.2 被动权益——增幅较大，但增长点集中.....	19
1.4 小结.....	20
2. 主动权益基金经理的闪光点.....	20
2.1 鲜明的价值投资者：鲍无可.....	22
2.2 质量价值风格：刘旭.....	25
2.3 相对灵活的价值风格：刘莉莉.....	28
2.4 周期视角选手：周海栋.....	30
3. 主动固收基金经理的闪光点.....	33
3.1 积极的信用策略：陈黎.....	33
3.2 灵活的交易策略：宋倩倩.....	35
3.3 量化固收+策略：蔡振.....	37
4. 风险提示.....	38

## 图目录

图 1	公募基金规模发展情况.....	7
图 2	主动权益基金历年获得感情况.....	7
图 3	主动权益基金历年超额收益情况.....	7
图 4	大成主动权益基金 2023 年规模发展情况.....	8
图 5	大成主动权益基金 2023 年投资业绩分布.....	9
图 6	大成主动权益基金 2023 年业绩排名分位点分布.....	10
图 7	大成主动权益基金经理 2023 年业绩排名分位点分布.....	10
图 8	大成主动权益基金主要行业结构.....	10
图 9	大成主动权益基金持仓市值水平.....	11
图 10	大成主动权益基金持仓估值水平 (PB).....	11
图 11	大成主动权益基金持仓中全市场偏好个股占比.....	11
图 12	大成主动权益基金持仓中基金公司特质股占比.....	11
图 13	华夏被动权益基金 2023 年规模发展情况.....	13
图 14	华夏宽基主题被动权益基金结构 (截至 2023-12-31).....	14
图 15	华夏行业主题被动权益基金结构 (截至 2023-12-31).....	14
图 16	华夏主动量化基金 2023 年规模发展情况 (亿元).....	15
图 17	公募主动固收基金规模发展情况.....	17
图 18	嘉实主动固收基金规模发展情况 (亿元).....	17
图 19	嘉实被动权益基金 2023 年规模发展情况 (亿元).....	19
图 20	主动股混基金和指数基金规模变化情况.....	21
图 21	主动股混基金经理 2023 年管理规模变化情况.....	21
图 22	基金区间业绩和最大回撤 (2023-1-1 至 2024-3-31).....	22
图 23	基金区间业绩和最大回撤 (2023-1-1 至 2024-3-31).....	22
图 24	景顺长城能源基建持仓分红因子暴露.....	24
图 25	景顺长城能源基建持仓估值及盈利.....	24
图 26	景顺长城能源基建换手率.....	24
图 27	景顺长城能源基建个股集中度.....	24
图 28	景顺长城能源基建行业配置情况.....	25
图 29	大成高新技术产业分红因子暴露.....	27
图 30	大成高新技术产业个股集中度.....	27

图 31	大成高新技术产业换手率 .....	27
图 32	大成高新技术产业重仓股延续性 .....	27
图 33	大成高新技术产业行业配置情况 .....	27
图 34	富国研究精选行业配置情况 .....	29
图 35	富国研究精选行业相关性 .....	29
图 36	富国研究精选分红因子暴露 .....	30
图 37	富国研究精选持仓估值及盈利 .....	30
图 38	富国研究精选换手率 .....	30
图 39	富国研究精选个股集中度 .....	30
图 40	华商新趋势优选行业配置情况 .....	32
图 41	华商新趋势优选规模 .....	32
图 42	华商新趋势优选持仓风格 .....	32
图 43	华商新趋势优选换手率 .....	33
图 44	华商新趋势优选个股集中度 .....	33
图 45	主动债券开放式基金 2023 年收益率分布 .....	33
图 46	中债企业债到期收益率变动 (BP, 221231-231231) .....	34
图 47	中债城投债到期收益率变动 (BP, 221231-231231) .....	34
图 48	博时富祥纯债券种结构 (20Q4-23Q4) .....	35
图 49	2023 年国债到期收益率走势 .....	36
图 50	2023 年商业银行二级资本债到期收益率走势 .....	36
图 51	广发纯债杠杆率变动 (20Q4-23Q4) .....	37
图 52	广发纯债久期变动 (年, 20Q4-23Q4) .....	37
图 53	招商安阳各类资产仓位 (% , 21Q1-23Q4) .....	38
图 54	招商安阳持仓股票风格分位点 (21Q1-23Q4) .....	38

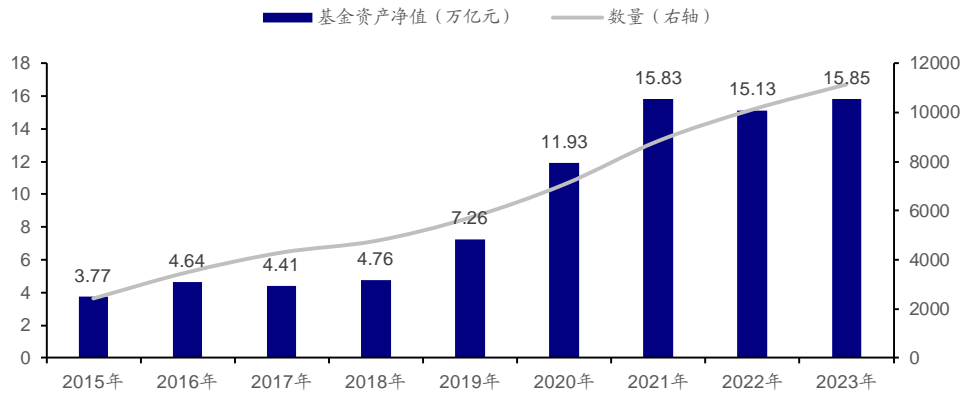
## 表目录

表 1	大成各类型公募基金 2023 年规模发展情况 (亿元) .....	8
表 2	大成部分主动权益基金经理 2023 年规模发展情况 (亿元) .....	9
表 3	大成主动权益基金投资业绩 (%，截至 2023-12-31) .....	9
表 4	大成部分规模增幅较大的非主动权益基金 2023 年规模发展情况 (亿元) ...	12
表 5	华夏各类型公募基金 2023 年规模发展情况 (亿元) .....	12
表 6	华夏 2023 年规模增幅前 10 被动权益基金 (亿元) .....	14
表 7	华夏各类型被动权益基金 2023 年规模发展情况 (亿元) .....	14
表 8	华夏部分规模增幅较大的被动固收和 QDII 基金 2023 年规模发展情况 (亿元)	15
表 9	孙蒙挂名基金 2023 年规模发展情况 (亿元) .....	16
表 10	华夏规模排名前 10 的主动量化基金 (截至 2023-12-31) .....	16
表 11	嘉实各类型公募基金 2023 年规模发展情况 (亿元) .....	17
表 12	嘉实主动固收投研架构 .....	18
表 13	嘉实各类型主动固收基金 2023 年规模发展情况 (亿元) .....	18
表 14	嘉实部分规模增幅较大的主动固收基金 2023 年规模发展情况 (亿元) ...	19
表 15	嘉实 2023 年规模增幅前 5 被动权益基金 (亿元) .....	19
表 16	鲍无可业绩表现统计 (2023 年) .....	23
表 17	鲍无可任景顺长城能源基建任期内业绩 (截至 2024-3-31) .....	23
表 18	景顺长城能源基建分年度业绩 .....	23
表 19	刘旭业绩表现统计 (2023 年) .....	25
表 20	刘旭任大成高新技术产业任期内业绩 (截至 2024-3-31) .....	26
表 21	大成高新技术产业分年度业绩 .....	26
表 22	刘莉莉业绩表现统计 (2023 年) .....	28
表 23	刘莉莉任富国研究精选任期内业绩 (截至 2024-3-31) .....	28
表 24	富国研究精选分年度业绩 .....	29
表 25	周海栋业绩表现统计 (2023 年) .....	31
表 26	周海栋任华商新趋势优选任期内业绩 (截至 2024-3-31) .....	31
表 27	华商新趋势优选分年度业绩 .....	31
表 28	2023 年收益排名前十的纯债债券型基金 .....	34
表 29	陈黎任纯债债券型基金 2023 年业绩表现 (2023 年) .....	35

---

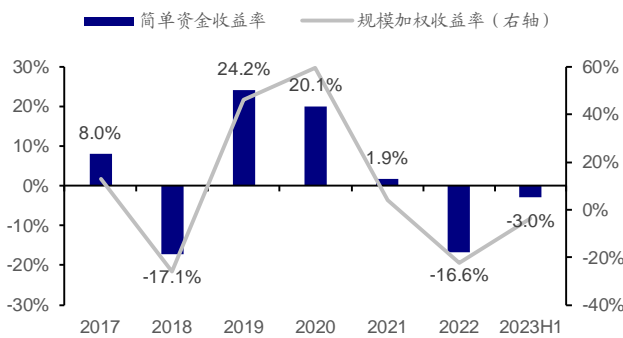
表 30	宋倩倩在管纯债债券型基金 2023 年业绩表现（2023 年） .....	36
表 31	蔡振在管偏债债券型基金 2023 年业绩表现（2023.01.03-2023.12.29）	37

2019至2021年，A股连续三年的结构性牛市促使公募行业快速发展，若不考虑货币基金，并剔除ETF联接基金市值和FOF所持基金市值，公募基金总体规模从2018年底的4.76万亿元迅速上涨至2021年底的15.83万亿元，增幅高达232.79%。但是，随着A股在2022和2023年持续震荡下跌，公募基金的赚钱效应下降，叠加投资者情绪遇冷，公募行业进入了盘整期。虽然在此期间，公募基金数量持续增长，但规模增速则大幅减弱。截至2022年底，公募基金总规模约15.13万亿元，相较2021年底出现下滑；截至2023年底，公募基金总规模约15.85万亿元，相较2021年底仅增长201.28亿元。

**图1 公募基金规模发展情况**


注：样本不含货币基金，剔除ETF联接基金市值和FOF所持基金市值。  
资料来源：Wind，海通证券研究所

虽然在过去两年的时间里，A股市场整体投资难度加大，并且公募市场总体规模的发展也出现了一定的放缓迹象，市场的情绪整体变得较为悲观。但是，如果我们拿起放大镜来仔细观察，依然能看到有一些基金公司投资能力和研究水平得到了市场的认可。本文，我们希望找到这些闪光点，从而给市场注入一些信心。

**图2 主动权益基金历年获得感情况**


注：本文用简单资金收益率来表示基金投资者的获得感，一段时间内的简单资金收益率=（期末规模+赎回金额+分红金额-期初规模-申购金额）/（期初规模+申购金额）。  
资料来源：Wind，海通证券研究所

**图3 主动权益基金历年超额收益情况**


资料来源：Wind，海通证券研究所

## 1. 基金公司闪光点

### 1.1 大成——专注且稳定

从公募产品结构来看，2023年大成在多个领域实现规模正增长，涵盖主动权益、被动权益、被动固收和QDII等，合计管理规模从2022年底的1657.39亿元，抬升至2023年底的1824.58亿元，规模增长约167.19亿元，增幅约10.09%。

2023年，在大成所有规模实现正增长的产品线中，主动权益最为亮眼。全年来看，

受到不佳业绩和市场投资热情下降的影响，公募主动权益基金规模大幅缩水，但大成凭借较优的业绩，主动权益规模逆势增长。其次，主动权益业务外，在部分个基的带动下，2023年大成在多个业务条线的规模同样抬升。虽然全年来看，公司在其他（以同业存单基金为主）和FOF领域规模下滑，但整体还是实现了公募规模正增长。

表 1 大成各类型公募基金 2023 年规模发展情况（亿元）

基金类型	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	变动值	变动幅度
主动权益	705.64	784.45	840.82	845.27	777.89	72.25	10.24%
被动权益	55.01	59.68	67.08	84.56	92.59	37.58	68.31%
主动固收	782.00	673.09	642.58	610.00	785.74	3.74	0.48%
被动固收	11.40	9.20	50.53	38.17	52.54	41.15	361.07%
其他	55.74	21.11	17.75	13.46	12.70	-43.04	-77.22%
QDII	45.10	53.78	52.92	77.40	101.74	56.64	125.58%
FOF	2.50	2.45	1.69	1.36	1.38	-1.12	-44.85%
总计	1657.39	1603.75	1673.38	1670.22	1824.58	167.19	10.09%

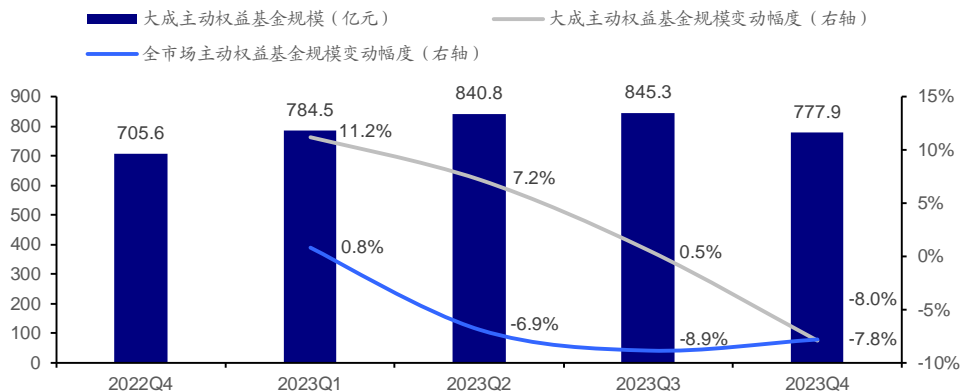
注：“其他”包含海通一级分类下的商品和国内其他基金。  
资料来源：Wind，海通证券研究所

### 1.1.1 主动权益——综合表现较优

#### ➤ 规模变化：多个增长点，主动量化份额上升

截至 2023 年底，大成主动权益基金合计规模约 777.89 亿元，相较 2022 年底增长约 72.25 亿元，增幅约 10.24%，展现出了较强的逆周期特征。

图 4 大成主动权益基金 2023 年规模发展情况



资料来源：Wind，海通证券研究所

从内部结构来看，2023 年，大成不少主动权益基金经理的管理规模实现正增长，例如徐彦、刘旭、苏秉毅、王帅和王晶晶等，其中贡献点主要集中在徐彦、刘旭和苏秉毅三位基金经理上。

徐彦代表基金大成睿享在 2023 年的收益率为 4.80%，排在中高仓位主动权益基金的前 5%。2023 年，徐彦的公募主动权益管理规模从 2022 年底的 63.09 亿元，增长至 2023 年底的 139.07 亿元，增幅达到 120.44%。

刘旭代表基金大成高新技术产业在 2023 年的收益率为 5.23%，排在中高仓位主动权益基金的前 5%。2023 年，刘旭的公募主动权益管理规模从 2022 年底的 83.14 亿元，增长至 2023 年底的 123.01 亿元，增幅达到 47.95%。

苏秉毅主要管理的大成景恒在 2023 年的收益率为 19.17%，排在中高仓位主动权益基金的前 1%。全年来看，苏秉毅的主动权益管理规模从 2022 年底的 2.90 亿元，增长至 2023 年底的 37.26 亿元，增速较快。



表 2 大成部分主动权益基金经理 2023 年规模发展情况 (亿元)

基金经理	主管基金简称	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	变动值	变动幅度
韩创	大成新锐产业	239.91	248.06	212.37	204.47	173.44	-66.47	-27.71%
徐彦	大成睿享	63.09	73.62	126.14	147.64	139.07	75.98	120.44%
刘旭	大成高新技术产业	83.14	106.99	122.74	136.86	123.01	39.87	47.95%
齐炜中	大成消费主题	42.89	57.21	67.17	51.19	47.77	4.88	11.39%
魏庆国	大成中小盘	63.60	58.26	57.24	49.58	40.61	-22.99	-36.15%
李博	大成精选增值	42.41	45.53	45.73	45.20	40.37	-2.05	-4.82%
苏秉毅	大成景恒	2.90	20.37	27.33	36.27	37.26	34.36	1184.52%
王帅	大成互联网思维	15.00	16.72	37.67	30.02	35.74	20.74	138.27%
邹建	大成多策略	39.03	42.00	35.19	30.77	29.45	-9.59	-24.56%
王晶晶	大成新能源	4.80	5.27	21.15	21.14	17.33	12.53	261.15%

资料来源: Wind, 海通证券研究所

### 业绩表现: 综合表现较优

从业绩来看, 大成主动权益投资效果整体较优。截至 2023 年底, 公司过去三年和五年的收益均位居同业头部, 一年的业绩也处于同业上游。分年度来看, 大成整体表现较为稳健, 未出现排在市场下游或尾部的极端情况, 例如 2018 至 2020 年, 公司整体收益稳定处于同业平均水平上下, 排名也位居中游。需要指出, 2021 至 2023 年, 市场震荡走弱, 大成连续三年业绩排在全市场上游, 排名分别位居同业前 11%、前 19% 和前 16%, 展现出较强的抗风险能力。正是凭借这三年出色的发挥, 大成近三年的主动权益业绩位居市场第 7/144 位。

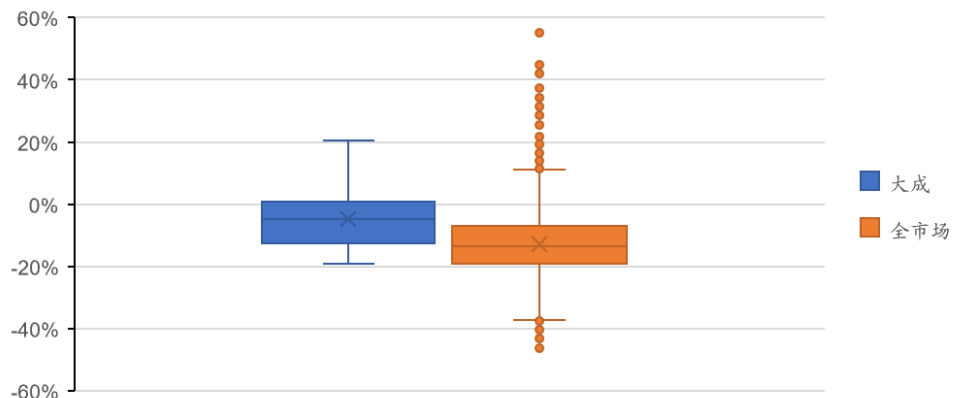
表 3 大成主动权益基金投资业绩 (% , 截至 2023-12-31)

基金公司	最近五年	最近三年	最近一年	2022 年	2021 年	2020 年	2019 年	2018 年
大成	134.58	7.53	-4.07	-15.63	25.81	51.28	35.32	-22.11
同业平均	74.41	-19.67	-11.32	-20.47	10.38	50.91	36.19	-20.64
同业排名	6/121	7/144	25/164	30/163	15/149	69/136	66/126	68/110

资料来源: 海通证券研究所

根据下图, 从 2023 年大成中高仓位主动权益基金的收益分布来看, 没有出现收益低于 -20% 的情况, 且 88.14% 基金的业绩跑赢全市场可比样本的中位数。据此, 我们认为公司对极端风险的管理效果较出色, 大多数基金经理在熊市中的风控效果较优。

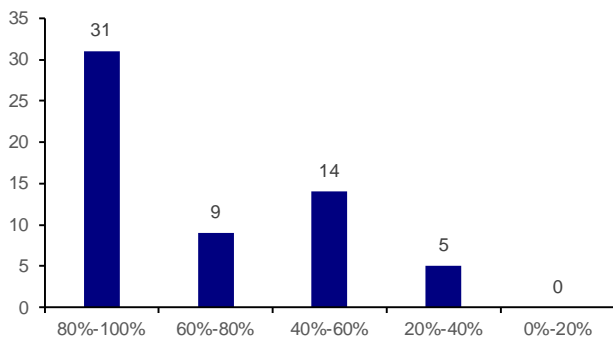
图 5 大成主动权益基金 2023 年投资业绩分布



资料来源: Wind, 海通证券研究所

从业绩排名来看, 2023 年大成主动权益团队仅有 1 位基金经理和 5 只基金排名落在全市场后 40%, 同样可以看出公司较小的尾部风险。相对应地, 共有 15 位基金经理和 31 只基金的收益排在全市场前 20%, 前者的比例为 75%, 后者则超过 50%, 可见大多数样本都落在了头部区间。排名靠前的以老将为主, 例如徐彦、刘旭和李博等, 也有

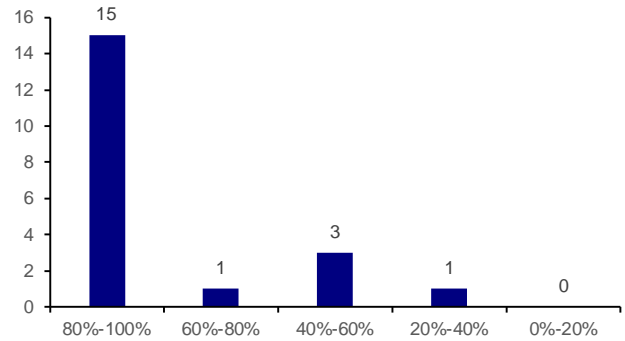
一些新生代基金经理，例如王帅和邹建等，几位选手在 2023 年均取得了正收益。整体来看，2023 年大成主动权益团队表现较优，并非仅依靠某几只权重基金的发挥，而是大多数产品的贡献，反映出公司较强的投研综合实力。

**图6 大成主动权益基金 2023 年业绩排名分位点分布**


注 1: 业绩表现越优，业绩排名分位点越高。

注 2: 统计样本为大成所有主动权益基金，要求 2023 年各季度末的股票仓位不低于 50%。

资料来源: Wind, 海通证券研究所

**图7 大成主动权益基金经理 2023 年业绩排名分位点分布**


注 1: 业绩表现越优，业绩排名分位点越高。

注 2: 统计样本为大成所有主动权益基金经理在 2023 年业绩最好的产品，要求 2023 年各季度末的股票仓位不低于 50%。

资料来源: Wind, 海通证券研究所

### ➤ 投资风格: 投向多元, 注重独立研究

从行业来看，近年来大成主动权益基金有过明显的行业切换。2018 年初至 2021 年中，大成更为青睐大消费板块，长期重配医药和食品饮料等行业。但自 2021 年中以来，大成主动权益团队降低了消费的权重，在化工、有色金属、通信、汽车和交通运输等行业上的布局力度明显加大。板块结构从集中在消费向兼顾 TMT、消费、制造和周期转变，持仓类型变得更为多元。

大成主动权益基金减配消费并增配其他板块，一方面是由于基金经理的主动操作所致，例如刘旭、齐炜中等管理规模较大的基金经理自 2021 年以来减持了消费股；另一方面也受到 2021 年下半年韩创的管理规模快速提升的影响，韩创偏配化工和有色金属等周期行业，令公司的持仓结构发生转变。截至 2023 年中，大成主动权益基金的行业布局仍然较为均衡，以周期和制造板块为主，并加仓了 TMT 中的电子和通信、消费中的家电等行业。

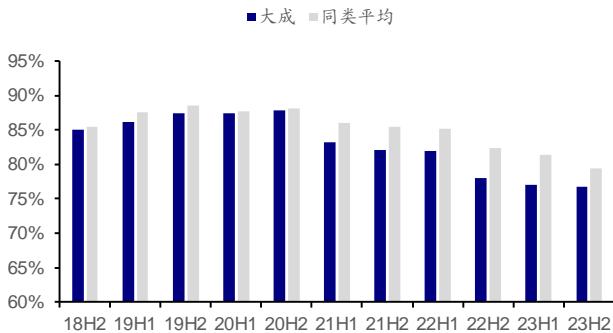
**图8 大成主动权益基金主要行业结构**

板块	行业	2017H2	2018H1	2018H2	2019H1	2019H2	2020H1	2020H2	2021H1	2021H2	2022H1	2022H2	2023H1	2023H2
TMT	传媒	5.88%	4.35%	2.54%	2.15%	4.59%	4.42%	3.41%	4.32%	1.23%	0.71%	0.88%	0.81%	0.02%
	电子	3.35%	4.84%	6.99%	4.48%	7.25%	8.99%	7.12%	7.83%	11.63%	3.78%	4.82%	5.53%	6.85%
	计算机	1.71%	2.60%	3.97%	4.56%	9.87%	3.89%	2.23%	1.30%	2.41%	0.91%	1.25%	2.70%	1.50%
	通信	3.40%	2.14%	2.89%	2.82%	1.56%	1.11%	0.56%	2.05%	4.05%	5.68%	7.55%	9.82%	10.60%
金融	房地产	7.10%	3.66%	8.05%	5.11%	7.15%	2.36%	2.16%	0.12%	2.20%	6.83%	1.45%	0.46%	0.01%
	非银金融	5.14%	4.35%	4.72%	2.39%	3.23%	1.65%	2.34%	2.15%	4.38%	4.70%	1.84%	0.74%	0.53%
	银行	3.29%	3.87%	3.68%	8.01%	8.13%	3.49%	1.79%	2.78%	1.94%	1.32%	0.75%	0.10%	0.23%
消费	家用电器	4.79%	5.15%	1.89%	2.19%	3.64%	4.85%	4.28%	3.78%	1.91%	2.36%	1.28%	2.28%	6.74%
	轻工制造	2.47%	3.88%	1.21%	0.92%	0.53%	0.85%	0.07%	0.65%	0.98%	1.26%	1.28%	0.96%	0.51%
	社会服务	3.80%	5.02%	5.70%	5.43%	5.39%	1.89%	1.07%	1.13%	0.31%	0.82%	1.49%	0.86%	0.73%
	食品饮料	6.82%	7.61%	9.95%	13.01%	10.86%	10.02%	11.53%	7.82%	3.05%	2.60%	2.78%	2.48%	1.97%
	医药生物	10.89%	12.26%	18.33%	17.22%	11.55%	18.60%	15.97%	12.39%	6.84%	4.37%	5.81%	8.17%	5.96%
制造	电力设备	7.48%	4.04%	4.28%	4.88%	1.25%	6.16%	9.04%	8.58%	5.54%	3.86%	3.02%	4.53%	3.14%
	国防军工	0.45%	0.19%	0.50%	0.39%	0.25%	2.33%	7.99%	1.74%	0.97%	1.63%	1.50%	1.01%	1.29%
	机械设备	7.09%	5.22%	5.18%	3.71%	6.50%	5.39%	7.32%	8.28%	6.64%	7.33%	7.70%	9.99%	7.97%
	交通运输	2.34%	5.83%	2.32%	4.50%	4.57%	2.98%	2.43%	0.38%	1.10%	3.58%	4.30%	5.32%	7.65%
	汽车	6.39%	5.60%	5.22%	4.80%	5.07%	0.83%	3.35%	4.73%	6.06%	6.74%	6.37%	6.90%	7.91%
周期	基础化工	3.78%	5.25%	3.34%	0.53%	0.94%	4.05%	3.48%	11.26%	13.48%	14.37%	12.75%	9.71%	8.97%
	建筑材料	0.96%	0.18%	0.21%	0.65%	0.32%	1.55%	1.20%	3.90%	4.13%	2.35%	2.26%	1.86%	0.00%
	煤炭	0.68%	0.73%	0.02%	0.06%	0.19%	3.86%	2.55%	3.54%	0.78%	1.29%	1.14%	0.35%	0.53%
	农林牧渔	2.19%	1.85%	2.43%	6.99%	1.63%	2.51%	2.62%	2.19%	1.52%	0.94%	6.35%	4.83%	4.35%
	石油石化	0.07%	2.95%	1.18%	0.82%	0.03%	0.52%	0.12%	0.40%	2.56%	4.74%	1.37%	2.39%	3.01%
	有色金属	2.36%	2.83%	1.97%	2.02%	1.37%	1.06%	3.15%	3.90%	8.78%	12.64%	17.96%	11.48%	14.96%

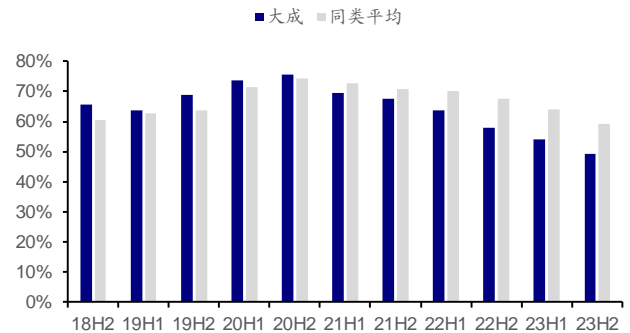
资料来源: Wind, 海通证券研究所

从持仓来看，近些年来大成主动权益基金整体表现为中盘均衡风格。具体来看，公

司持仓的市值水平长期低于同类平均，处于 80%分位点上下，属于中盘区间。同时，估值指标自 2021 年初以来持续下降，稳定低于同类均值水平，从中高估值向中等估值转变，且与同类平均的差距逐渐拉大。

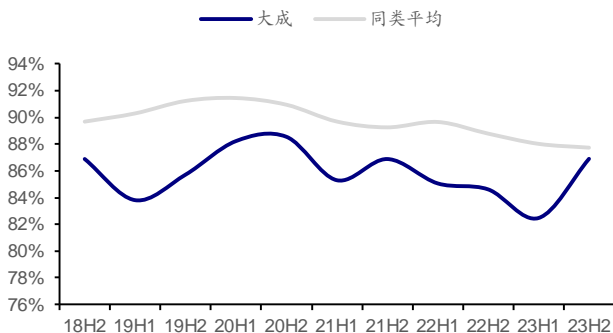
**图9 大成主动权益基金持仓市值水平**


注：指标越接近 100%，表明市值越大。  
 资料来源：Wind，海通证券研究所

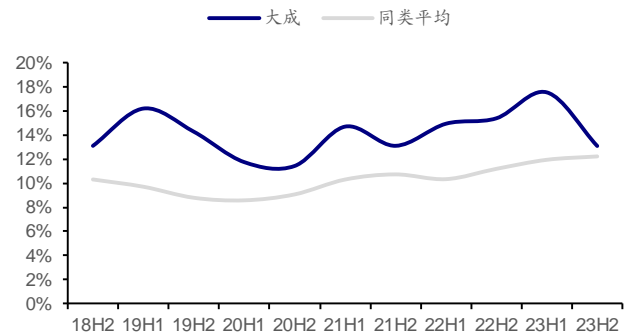
**图10 大成主动权益基金持仓估值水平 (PB)**


注：指标越接近 100%，表明估值越高。  
 资料来源：Wind，海通证券研究所

自 2021 年初以来，随着市场风格切换，中小市值灰黑马股开始走强，持续至今，期间大成主动权益团队也是加大了对相关领域的布局，主动权益基金持仓中基金公司特质股的市值占比逐渐提升，大幅高于同类平均水平。此外，2019 年和 2020 年核心资产表现强势时期，大成主动权益基金的特质股权重依然较高。我们认为，长期以来，公司较为重视对个股的自主挖掘和研究，在持有白马股的同时，也会留有一定仓位配置低关注度的公司。

**图11 大成主动权益基金持仓中全市场偏好个股占比**


资料来源：Wind，海通证券研究所

**图12 大成主动权益基金持仓中基金公司特质股占比**


注：如果某家基金公司相较于同业而言持有某只股票绝大多数的市值，则称这只股票是这家基金公司的特质股。  
 资料来源：Wind，海通证券研究所

### 1.1.2 个基机会构成其他增长点

2023 年，大成在主动权益以外的多个业务条线同样实现了规模的扩张，例如被动权益、被动固收和 QDII 等。从增长点来看，大成在这些业务的发展主要得益于个别基金的影响。以被动权益产品线为例，2023 年，公司被动权益基金规模增长约 37.58 亿元，其中大成互联网+大数据规模增长约 33.83 亿元，贡献占比超过 9 成。类似地，在 QDII 条线中，全年大成 QDII 基金规模增长约 56.64 亿元，其中大成纳斯达克 100ETF 和大成恒生科技 ETF 分别贡献 28.68 亿元和 11.77 亿元。此外，被动固收方面，大成中债 1-3 年国开行也在 2023 年规模增长约 42.07 亿元，涨幅较大。

事实上，这些基金能够在 2023 年规模大幅扩张，与市场环境有较大的关系。例如大成互联网+大数据的持仓全年集中在处于风口的电子、通信、计算机和传媒等行业，采用多因子量化选股策略，持仓呈小盘成长风格，契合全年小盘风格占优的市场，因此 2023 年业绩表现优秀，逆势上涨 33.27%，带动规模提升。其次，2023 年美股整体上行，大成纳斯达克 100ETF 自成立以来便持续受到关注；在底部布局思维的影响下，全

年大成恒生科技 ETF 的规模也有小幅扩张。最后，我们认为，在市场利率趋降、货币政策稳健宽松、股债跷跷板效应、低费率和底层资产透明等因素的推动下，全年短端政金债指数基金的规模大幅提升，期间大成中债 1-3 年国开行的规模增长约 42.07 亿元。

**表 4 大成部分规模增幅较大的非主动权益基金 2023 年规模发展情况（亿元）**

基金类型	评级分类	基金简称	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	变动值
被动权益	复制股票指数型	大成互联网+大数据	2.27	8.22	13.40	20.96	36.10	33.83
被动固收	复制债券指数型	大成中债 1-3 年国开行	0.52	0.42	40.65	29.28	42.59	42.07
QDII	QDII 股票 ETF	大成纳斯达克 100ETF				11.23	28.68	28.68
	QDII 股票 ETF	大成恒生科技 ETF	17.57	23.05	20.98	29.96	29.34	11.77

资料来源：Wind，海通证券研究所

总体来看，2023 年大成实现了规模的逆势扩张，且发力点多元，在众多产品线中，我们认为最值得被讨论的是其主动权益业务。全年大成主动权益基金整体表现较优，尾部风险较小，大多数基金经理都取得了不错的成绩。事实上，大成主动权益团队的整体风格确实较契合 2023 年的市场环境，例如注重风险控制、偏好独立挖掘个股、估值水平较低等，但这些特征并非一蹴而就。我们认为，一直以来，大成相对关注长期表现和风险调整后收益，不会过多增加风险暴露来博取短期弹性，这点从公司较少布局行业主题基金、主动权益产品行业结构均衡、2019 和 2020 年的业绩排名处于市场中游等可以看出。可以说，大成的整体风格偏向于“稳扎稳打”，较少会受到市场环境干扰。不过，公司主动权益业务依然保持着多元发展，近些年来，除了徐彦、刘旭和侯春燕等大成主流风格的选手表现较优外，亮点依然较多，例如偏周期股投资的韩创、医药基金经理邹建、消费基金经理齐炜中和 TMT 选手王帅等，均取得了不错的成绩，此外也有不少新人扛起大旗，例如王帅、王晶晶和邹建等。这些基金经理的策略和风格虽存在差异，但在公司投研文化的影响下，都十分重视自下而上个股的挖掘和研究。

## 1.2 华夏——量化助力主动被动规模增长

2023 年，虽然主动权益规模下降，但华夏还是在多个领域实现规模提升，包括被动权益、主动固收、被动固收和 QDII 等。截至 2023 年底，不含货币基金，华夏公募管理规模合计约 8742.59 亿元，相较 2022 年底增长约 1196.02 亿元，增幅约 15.85%。

2023 年，华夏被动权益的规模增长速度十分迅速，是公司整体规模的主要增长点。事实上，全年公募市场被动权益体量合计增长约 4353.53 亿元，单华夏一家便贡献了 27.47%，市场影响力较大。其次，在 QDII 业务中，全年华夏也是依靠几只被动权益基金实现了规模增长，叠加被动固收业务体量的提升，被动投资构成了华夏 2023 年最大的规模增长点。此外，全年华夏主动固收基金的规模也有小幅上行，是被动投资以外少有实现规模增长的业务。

**表 5 华夏各类型公募基金 2023 年规模发展情况（亿元）**

基金类型	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	变动值	变动幅度
主动权益	1955.79	1962.59	1875.77	1720.09	1634.39	-321.40	-16.43%
主动固收	1642.72	1536.19	1736.09	1749.07	1808.84	166.12	10.11%
被动权益	2739.82	2918.49	3204.50	3720.76	3837.97	1098.15	40.08%
被动固收	147.16	100.03	179.17	175.27	240.75	93.59	63.60%
其他	233.64	220.00	211.47	209.54	210.99	-22.64	-9.69%
QDII	734.11	825.49	816.69	873.60	919.05	184.95	25.19%
FOF&MOM	93.33	106.24	101.20	95.29	90.59	-2.74	-2.93%
<b>总计</b>	<b>7546.56</b>	<b>7669.03</b>	<b>8124.91</b>	<b>8543.61</b>	<b>8742.59</b>	<b>1196.02</b>	<b>15.85%</b>

注：“其他”包含海通一级分类下的商品和国内其他基金。

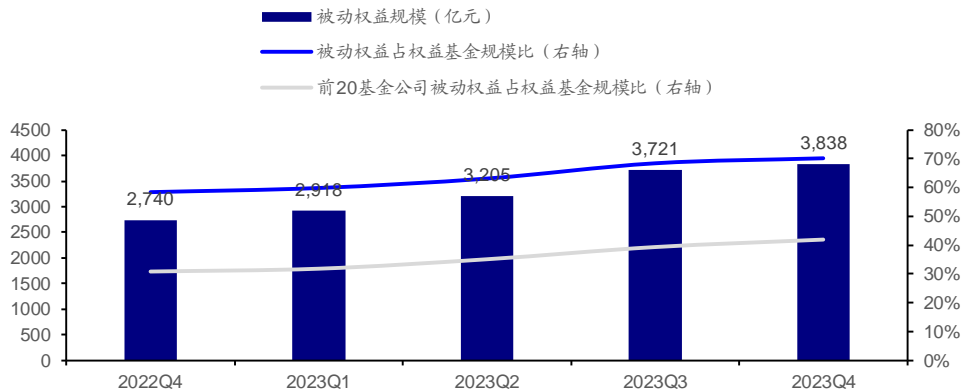
资料来源：Wind，海通证券研究所

### 1.2.1 被动投资——长期位居被动权益市场头部

- **被动权益：种类丰富，市场影响力较大**

华夏十分重视被动权益业务的发展，长期以来，公司被动权益基金规模稳居公募市场头部。此外，近年来，在公司的权益资产中，被动产品的规模更占主导，这与头部基金公司整体向主动权益业务倾斜有着较大差异。过去一年，在股市走弱的环境下，华夏被动权益业务实现扩张，从 2022 年底的 2739.82 亿元增长至 2023 年底的 3837.97 亿元，涨幅较大，市场相对优势更为显著。

图13 华夏被动权益基金 2023 年规模发展情况



注：前 20 基金公司指 2023 年底权益基金规模排在全市场前 20 的基金公司。

资料来源：Wind，海通证券研究所

从内部来看，2023 年华夏被动权益业务的增长点主要集中于传统的宽基 ETF，如科创板 50ETF、上证 50ETF 和沪深 300ETF，全年这三只基金的规模均有大幅提升，规模增幅合计约占公司被动权益规模增幅的 70%。

我们认为，全年华夏宽基指数基金能够实现规模快速扩张，主要与两点因素有关，一是市场环境的影响，二是自身品牌的效益。对于前者，我们在《疾风劲草—2023 年权益基金市场回顾》报告中提到，机构投资者具备一定的配置需求、全年指数基金相较主动权益基金具有超额收益、较低的管理费率和投资者抄底情绪等是导致宽基指数基金受到追捧的客观原因，因此不单是华夏，我们也能见到其他公司的部分宽基指数产品成为追捧对象，例如 2023 年规模增幅超过 500 亿元的华泰柏瑞沪深 300ETF、规模增幅超过 300 亿元的易方达沪深 300ETF 等。对于后者，我们认为华夏能够抓住 2023 年的市场机遇实现宽基指数业务的发展，也与自身实力和市场影响力有关，无论市场如何变化，宽基业务的体量主要集中在头部公司，而华夏全年的扩张表现无疑证明了自身的实力。

在宽基指数基金外，2023 年，华夏部分行业和风格主题基金的规模也有较大增长，其中涨幅靠前的是华夏国证半导体芯片 ETF 和华夏中证动漫游戏 ETF 两只 TMT 主题基金，二者全年的规模增幅均超过 50 亿元，前者截至 2023 年底的规模已达到 262.50 亿元。2023 年，在数字经济和人工智能等行情的催化下，科技板块成为市场热点，不少主投 TMT 板块的基金全年取得了较优的业绩，而受到较低的管理费率、相对透明的底层资产和更纯粹的风格等因素影响，相关主题的被动产品同样受到资金青睐，这也是华夏这两只基金规模快速增长的主因之一。

此外，在 2023 年华夏规模增长较快的被动权益基金中，还有一只指数增强型基金——华夏中证 500 指数增强，它由张弘弢和孙蒙共同管理，采用 AI 量化投资策略，带有一定的主动量化属性。全年来看，华夏的主动量化业务同样实现了较大发展，我们将在下文着重介绍。

**表 6 华夏 2023 年规模增幅前 10 被动权益基金（亿元）**

基金简称	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	变动值
华夏科创板 50ETF	508.27	560.59	671.92	946.73	933.78	425.51
华夏上证 50ETF	583.03	539.98	576.21	643.34	802.95	219.92
华夏沪深 300ETF	249.09	246.84	238.98	336.78	376.82	127.74
华夏国证半导体芯片 ETF	204.01	258.68	249.82	266.56	262.50	58.49
华夏中证动漫游戏 ETF	6.88	14.37	80.38	60.62	58.27	51.38
华夏中证 500 指数增强	28.73	33.12	37.71	43.41	54.70	25.96
华夏中证 500ETF	41.77	36.94	50.96	76.48	64.18	22.41
华夏沪港通恒生 ETF	30.20	30.24	46.78	55.65	45.80	15.60
华夏创业板动量成长 ETF	33.34	37.01	36.53	42.08	48.61	15.28
华夏中证 1000ETF	62.11	62.29	110.34	139.61	74.95	12.84

注：不含 ETF 联接基金和 2023 年新发基金。  
资料来源：Wind，海通证券研究所

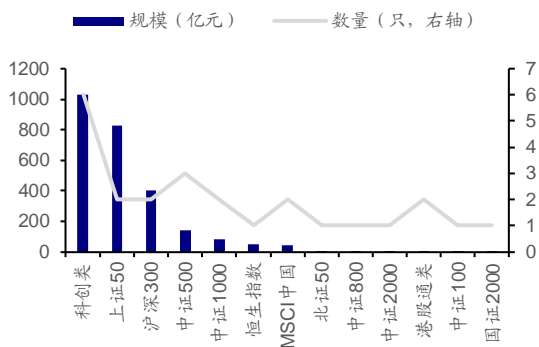
我们认为，2023 年，华夏抓住市场配置需求加强的时机扩大被动权益业务规模，一方面源于品牌实力，另一方面也和公司较为完备的被动权益产品线有关。截至 2023 年底，华夏被动权益业务包括宽基、行业和风格三大类别，其中宽基体量占主导地位，规模约 2577.51 亿元，占比 77.34%；行业指数基金的数量最多，共有 39 只，覆盖全市场多个领域和细分子方向；风格指数基金的规模虽然较小，但也有 17 只供投资者选择，涉及成长/价值、红利/低波、蓝筹/中小盘/战略新兴、央企/ESG 等多个维度，种类同样较为丰富。

**表 7 华夏各类型被动权益基金 2023 年规模发展情况（亿元）**

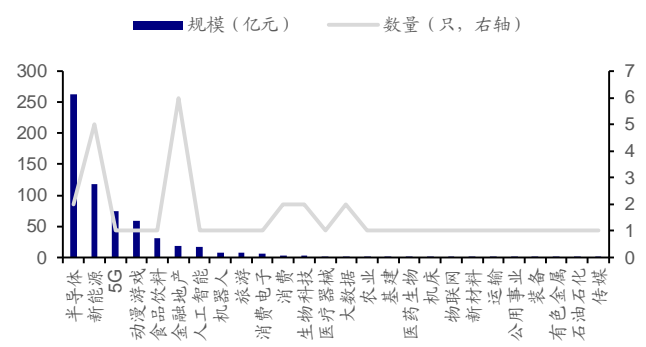
类型	数量（只）	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	变化
宽基	25	1693.14	1696.76	1911.01	2432.97	2577.51	884.37
行业	39	518.26	620.90	673.00	646.93	620.81	102.54
风格	17	108.29	117.00	117.73	125.55	134.42	26.12
总计	81	2319.69	2434.66	2701.74	3205.44	3332.73	1013.03

注 1：不含 ETF 联接基金；  
注 2：数量数据截至 2023 年 12 月 31 日。  
资料来源：Wind，海通证券研究所

具体来看内部结构。截至 2023 年底，华夏宽基主题被动权益基金类型较多，市值维度覆盖面较广，其中科创类和大市值品种更受市场关注，体量整体较大；而在行业指数基金中，金融、消费、科技、周期和制造等均有布局，且内部还涉足各个细分赛道，例如半导体、医疗器械、机器人、5G、动漫游戏、机床、大数据和农业等，其中科技成长类产品更受青睐，截至 2023 年底，半导体、新能源（车）、5G 和动漫游戏等主题基金的规模较大。据此我们认为，与宽基指数基金不同，投资者在选择行业指数产品时，更倾向于契合市场风格的品种。

**图 14 华夏宽基主题被动权益基金结构（截至 2023-12-31）**


注：不含 ETF 联接基金。  
资料来源：Wind，海通证券研究所

**图 15 华夏行业主题被动权益基金结构（截至 2023-12-31）**


注：不含 ETF 联接基金。  
资料来源：Wind，海通证券研究所

综合来看，我们认为，华夏被动权益产品储备整体比较丰富，无论市场风格如何切换，公司基本都会有与之相匹配的基金，给予投资者相对完备的工具产品库进行选择，叠加自身较强的市场影响力，从而使得公司的被动权益业务能够长期保持增长并处于市场头部位置。

### ➤ 被动固收&QDII：增长点较为集中

与大成类似，2023年华夏被动固收和QDII规模的增长主要受到个别几只基金的影响，增长点较为集中。一方面，华夏被动固收基金的投资者以机构为主，在国内利率水平趋降的背景下，机构也是加大了对债券指数产品的布局，几只被动固收基金全年规模均有显著增长。另一方面，在抄底情绪的带动下，全年华夏恒生科技ETF、华夏恒生互联网科技业ETF和华夏恒生香港生物科技ETF等相关基金受到更多关注；此外，2023年美股和日股表现强势，华夏纳斯达克100ETF和华夏野村日经225ETF的规模也有不同程度提升。

表8 华夏部分规模增幅较大的被动固收和QDII基金2023年规模发展情况（亿元）

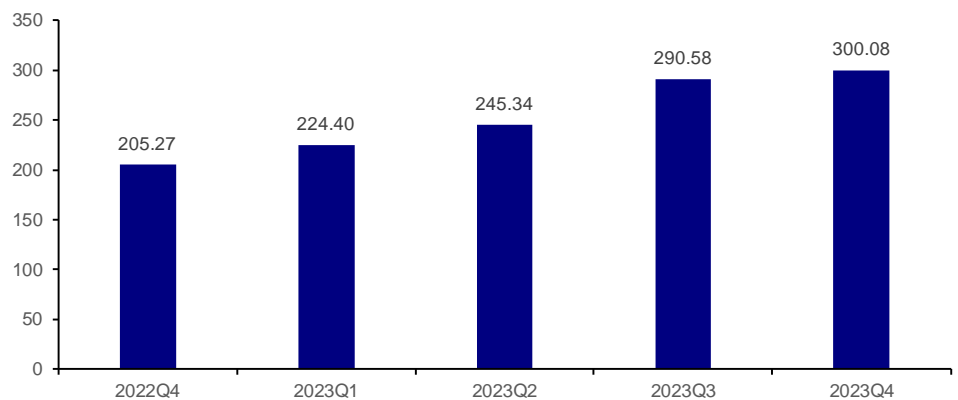
基金类型	评级分类	基金简称	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	变动值
被动固收	复制债券指数型	华夏彭博中国政策性银行债	13.11	12.15	32.83	40.33	57.32	44.22
	复制债券指数型	华夏亚债中国	72.02	60.27	118.84	103.75	113.07	41.04
	复制债券指数型	华夏中债1-3年政策金融债	27.24	25.12	27.38	30.59	50.06	22.82
	债券ETF	华夏上证基准做市国债ETF					20.23	20.23
QDII	QDII股票ETF	华夏恒生科技ETF	168.55	196.92	185.95	215.86	247.72	79.17
	QDII股票ETF	华夏恒生互联网科技业ETF	246.27	294.43	289.87	289.22	299.08	52.81
	QDII股票ETF	华夏纳斯达克100ETF	12.43	16.81	19.96	39.58	36.46	24.03
	QDII股票ETF	华夏恒生香港生物科技ETF	5.36	7.66	11.97	20.97	28.42	23.06
	QDII股票ETF	华夏野村日经225ETF	0.57	0.70	4.36	5.05	6.19	5.62

资料来源：Wind，海通证券研究所

## 1.2.2 主动量化——AI量化策略推动发展

相较于被动指数基金，团队负责的主动量化业务起步则较晚。不过，从体量来看，近些年华夏主动量化基金规模上升速度较快，也是近些年来主动量化发展较为迅速的基金公司之一。截至2023年底，华夏主动量化规模合计约300.08亿元。

图16 华夏主动量化基金2023年规模发展情况（亿元）



资料来源：Wind，海通证券研究所

目前，华夏主动量化基金以指数增强或者主动量化策略为主，其中包含主动策略基金采用AI量化投资策略进行组合构建，由公司“AI+投资”策略的代表人物孙蒙参与管理。从个基来看，截至2023年底，大多数孙蒙管理产品的规模在公司主动量化基金中位居前列，且全年规模增幅整体较大。此外，目前孙蒙还管理了一只对冲策略基金——华夏安泰对冲策略3个月定开，截至2023年底的规模约17.03亿元。

**表 9 孙蒙挂名基金 2023 年规模发展情况 (亿元)**

基金简称	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	变动值
华夏智胜先锋	4.26	19.28	38.34	56.54	58.05	53.79
华夏中证 500 指数增强	28.73	33.12	37.71	43.41	54.70	25.96
华夏安泰对冲策略 3 个月定开	0.88	0.68	11.56	12.15	17.03	16.15
华夏智胜新锐				14.77	15.35	15.35
华夏智胜价值成长	3.60	9.50	10.75	11.67	10.88	7.28
华夏创业板指数增强				5.00	3.12	3.12
华夏中证 500 指数智选	25.53	28.43	27.07	25.90	24.51	-1.02

资料来源: Wind, 海通证券研究所

其次, 华夏还有 8 只增强股票指数型基金正在运作, 截至 2023 年底的规模合计约 117.78 亿元, 其中各基金之间规模存在差异, 资金主要集中在华夏中证 500 指数增强、华夏中证 500 指数智选和华夏沪深 300 三只基金上。从主题结构来看, 华夏增强股票指数型基金主要覆盖各主流宽基指数, 市值范围较广, 但并没有成立行业或风格主题的指数增强产品。此外, 当前华夏有 8 只量化“固收+”基金, 均由宋洋单独管理。

**表 10 华夏规模排名前 10 的主动量化基金 (截至 2023-12-31)**

基金简称	基金成立日	评级分类	基金经理	基金规模 (亿元)	2023 年规模变化 (亿元)
华夏智胜先锋	20211215	主动股票开放型	孙蒙	58.05	53.79
华夏中证 500 指数增强	20200325	增强股票指数型	张弘弢, 孙蒙	54.70	25.96
华夏中证 500 指数智选	20210811	增强股票指数型	孙蒙	24.51	-1.02
华夏沪深 300	20150210	增强股票指数型	宋洋, 袁英杰	21.71	-4.90
华夏睿磐泰利	20171227	偏债混合型	宋洋	17.98	-12.60
华夏安泰对冲策略 3 个月定开	20200605	对冲策略混合型	孙蒙	17.03	16.15
华夏智胜新锐	20230707	主动股票开放型	孙蒙	15.35	15.35
华夏睿磐泰茂	20171206	偏债混合型	宋洋	11.76	-5.64
华夏行业精选	20071122	强股混合型	王劲松	11.22	-4.32
华夏智胜价值成长	20160809	主动股票开放型	孙蒙, 孙然晔	10.88	7.28

资料来源: Wind, 海通证券研究所

总体来看, 华夏在 2023 年实现规模逆势扩张的原因有很多, 其被动权益业务固然是一个重要的增长点, 但我们认为更为重要的是公司在主动量化领域的发展。事实上, 华夏是国内最早做量化投资的基金公司之一, 在 2020 年以前, 公司主要以被动基金为主要发展方向, 目前规模已处于市场头部; 但同时公司也在布局“AI+投资”, 根据华夏官网信息显示, 公司于 2019 年起便开始实盘运作“AI+投资”策略, 目前在 300、500 及 1000 指数上均有实盘运作。过去一年, 华夏公募主动量化业务发展较快, 截至 2023 年底, 公司共有 23 只主动量化基金, 其中采用高频量化模型进行组合管理的产品业绩整体较优, 受到市场关注, 规模上升速度较快, 成为公司 2023 年主动量化业务的主要增长点。事实上, 长期来看, 华夏对于公募产品线的布局有一定的特点, 不同于过去几年头部基金公司更为专注主动管理模式, 华夏选择在被动业务上发力, 此外公司也是较早布局高频量化策略, 规模同样有较快增长。我们认为, 华夏在被动和量化领域有着自身的优势和特色, 未来“传统的被动业务”和“新起的主动量化业务”有望带动公司体量进一步提升。

### 1.3 嘉实——主动固收, 快速发展

从公募产品结构来看, 2023 年嘉实多个业务条线实现规模正增长, 例如被动权益、主动固收、被动固收、其他和 QDII 等, 其中被动权益和主动固收全年体量增幅较大, 带动公司整体规模提升。截至 2023 年底, 不含货币基金, 嘉实公募管理规模 5650.13 亿元, 相较 2022 年底增长 756.21 亿元。

2023 年, 除去主动权益和 FOF, 嘉实在其他产品线上, 规模均实现正增长, 其中最引人瞩目的无疑是主动固收。全年来看, 嘉实主动固收基金规模大幅提升约 865.93



亿元，增幅达到 44.21%，发展较快。其次，受到个别基金推动，2023 年嘉实被动权益规模增长同样较多，约 354.02 亿元，增幅达到 51.05%。此外，全年公司在其他领域也是多点发力，被动固收、其他和 QDII 规模均有提升。

表 11 嘉实各类型公募基金 2023 年规模发展情况（亿元）

基金类型	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	变动值	变动幅度
主动权益	2027.88	2029.74	1810.55	1656.83	1475.44	-552.44	-27.24%
被动权益	693.40	706.34	781.17	922.31	1047.42	354.02	51.05%
主动固收	1958.47	2151.02	2467.55	2580.14	2824.41	865.93	44.21%
被动固收	32.72	31.17	51.12	51.13	51.56	18.84	57.59%
其他	52.50	116.96	96.46	99.50	115.11	62.61	119.24%
QDII	84.17	91.43	91.78	108.82	106.80	22.63	26.89%
FOF	44.78	40.27	35.69	31.77	29.40	-15.38	-34.35%
总计	4893.93	5166.93	5334.32	5450.50	5650.13	756.21	15.45%

注：“其他”包含海通一级分类下的商品和国内其他基金。

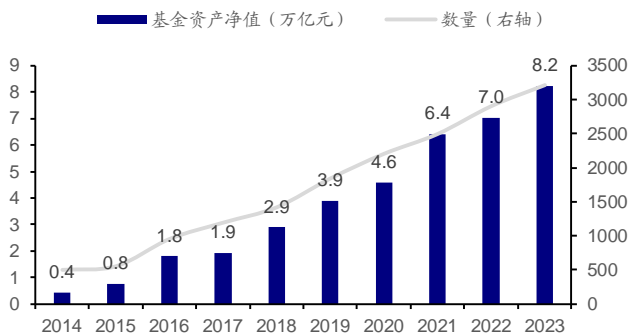
资料来源：Wind，海通证券研究所

### 1.3.1 主动固收——投研机制变革较为成功，2020 年以来规模快速增长

近些年来，市场利率趋于下行叠加资管新规落地，以机构为主的投资者加大了对公募固收类产品的布局力度，相关业务，特别是主动固收，迎来了发展的好时机，而嘉实主动固收团队也成功抓住机遇，实现了规模的快速扩张。

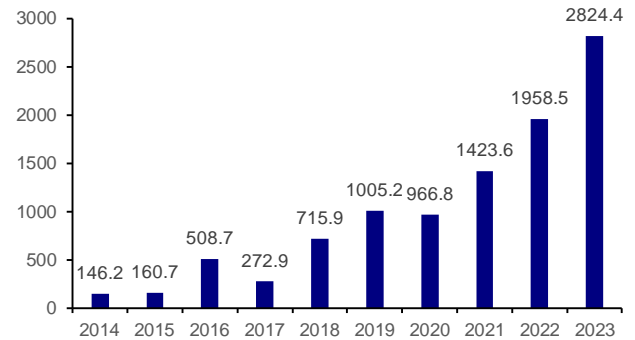
事实上，嘉实长期以来便十分重视固收投资和研究。根据公司官网信息可知，早在 2005 年，公司便成立了固收研究二级子部门，形成了涵盖信用研究、信用策略、交易能力、多资产投资与另类资产的多资产挖掘能力。2020 年，是嘉实步入发展的第三个“十年”，公司基于对资本市场长期结构化趋势的预判以及对投资者专业化要求的响应，认为相比加码单一投资团队全能的主动管理能力，市场与客户更渴望聚焦资产可配置性、投资研究的卓越性和投资业绩的可持续性，因而启动“新十年投研战略升级”，打造了多个“聚焦”的投资战队。

图17 公募主动固收基金规模发展情况



资料来源：Wind，海通证券研究所

图18 嘉实主动固收基金规模发展情况（亿元）



资料来源：Wind，海通证券研究所

近些年来看，嘉实主动固收规模的快速增长始于 2021 年。根据嘉实官方资料，自 2020 年以来，随着赵国英、韩同利、林洪钧和程剑等基金经理的加入，嘉实固收方向逐渐组成了 7 个战队，分别聚焦货币、短债、纯债、固收+等细分领域。

**表 12 嘉实主动固收投研架构**

战队名称	专注方向	负责人	负责人职务	团队主要成员
货币+策略	货币、短债	李瞳	策略投资总监	韩昭、吴畏
纯债解决方案	纯债	赵国英	投资总监(纯债)	王立芹、崔思维、张文佳、陈硕、马丁
稳健固收	短债、纯债	王亚洲	策略投资总监	李金灿
启航解决方案	纯债	程剑	公司副总经理、机构业务联席首席投资官	--
固收+解决方案	固收+	胡永青	投资总监(固收+)	赖礼辉、轩璇、吴翠
固收增强策略	固收+	林洪钧	策略投资总监	左勇
多策略解决方案	固收+	韩同利	多策略 (Total Return Strategy) CIO	高群山、罗伟卿、闫红蕾、张琴

注：根据嘉实官方资料整理，受时效性等因素影响，可能会与当前真实情况有所偏离。

资料来源：嘉实基金 HARVEST FUND 公众号，海通证券研究所

分类型来看，2023 年嘉实主动固收规模增量主要来自于短债和纯债。

嘉实在短债债券型基金上具有先发优势，早在 2006 年便发行了公募市场第一只短债基金——嘉实超短债。2018 年，在市场和政策等多方因素的推动下，嘉实超短债规模大幅增长，而后虽然在 2020 年规模出现下滑，但近两年随着股市走弱，投资者风险偏好下降，嘉实超短债的规模再次显著增长。截至 2023 年底，嘉实超短债规模达到 222.61 亿元，相较于 2022 年底增长约 44.54 亿元，是嘉实目前规模最大的一只主动固收基金。此外，2023 年嘉实汇鑫中短债、嘉实中短债和嘉实短债等的规模也均有明显提升，这些基金隶属于不同战队，由不同基金经理管理。据此，我们认为，公司的短债管理能力较强。截至 2023 年底，嘉实短债基金规模合计约 698.10 亿元，处于头部位置。

纯债债券型基金方面，稳健固收战队负责人王亚洲于 2021 年新发的嘉实稳和 6 个月持有主要面向个人投资者，截至 2023 年底规模达到 122.87 亿元，相较 2022 年底增长约 121.39 亿元，是全年嘉实规模增幅最大的纯债债基。其次，闵锐和祝杨管理的嘉实稳泽纯债凭借 2023 年较优的业绩，规模同样大幅提升，增幅约 80.45 亿元。此外，固收+解决方案战队轩璇管理的嘉实纯债也因较优的业绩实现规模扩张。需要指出，2023 年，嘉实新发纯债产品体量较大，赵国英管理的嘉实致裕纯债、林洪钧和杨烨超管理的嘉实汇享 30 天持有纯债、闵锐、祝杨和程剑管理的嘉实致诚纯债等均贡献较多规模。整体来看，2023 年嘉实纯债业务综合表现较为全面，规模增长点较多。

**表 13 嘉实各类型主动固收基金 2023 年规模发展情况 (亿元)**

类型	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	变动值
纯债债券型	1054.65	1048.33	1083.62	1135.94	1346.69	292.04
短债债券型	340.65	443.32	688.80	659.93	698.10	357.45
准债债券型	119.52	121.92	120.96	168.33	185.54	66.02
偏债债券型	172.59	201.08	215.66	273.84	235.07	62.48
摊余成本法债券型	271.07	336.37	358.52	342.11	359.01	87.94
<b>总计</b>	<b>1958.47</b>	<b>2151.02</b>	<b>2467.55</b>	<b>2580.14</b>	<b>2824.41</b>	<b>865.93</b>

资料来源：Wind，海通证券研究所

准债、偏债和摊余成本法债基方面，2023 年规模增幅均不及纯债和短债债基，增长点主要集中在个别几只基金上，例如封闭摊余成本法债基嘉实致元 42 个月定开、长期摊余成本法债基嘉实 6 个月理财和准债债基嘉实信用等。

综合来看，在 2023 年管理规模增幅较大的基金经理中，赵国英、王立芹、祝杨、张文佳、林洪钧和杨烨超等均为 2020 年以后加入嘉实固收团队，可以看出引进的新人对规模增量贡献较大。另一方面，老人中也有相当一部分基金经理起到表率作用，在 2023 年的管理规模有明显增长，例如王亚洲、李金灿、李瞳和韩昭等。整体来看，目前嘉实主动固收团队新老搭配，通过战队形式开展业务，在近些年取得不错的成果。

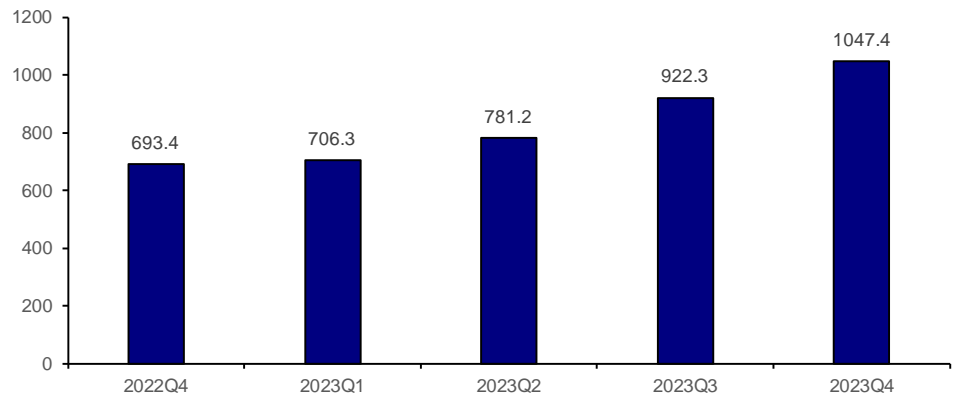
**表 14 嘉实部分规模增幅较大的主动固收基金 2023 年规模发展情况 (亿元)**

基金简称	基金经理	评级分类	基金成立日	2022Q4	2023Q4	变动值
嘉实汇鑫中短债	王立芹,赵国英	短债债券型	20190926	42.84	192.77	149.93
嘉实稳和 6 个月持有	王亚洲	纯债债券型	20210713	1.48	122.87	121.39
嘉实稳泽纯债	闵锐,祝杨	纯债债券型	20160913	17.71	98.16	80.45
嘉实致裕纯债	赵国英	纯债债券型	20231207		79.51	79.51
嘉实中短债	李金灿	短债债券型	20190124	76.60	147.67	71.07
嘉实纯债	轩璇	纯债债券型	20121211	23.02	81.52	58.50
嘉实致元 42 个月定开	王立芹	封闭摊余成本法债券型	20190805	22.33	79.76	57.43
嘉实汇享 30 天持有纯债	林洪钧,杨烨超	纯债债券型	20231205		44.65	44.65
嘉实超短债	李金灿	短债债券型	20210624	178.07	222.61	44.54
嘉实 6 个月理财	李瞳,韩昭	长期摊余成本法债券型	20190905	36.79	79.51	42.72

资料来源: Wind, 海通证券研究所

### 1.3.2 被动权益——增幅较大，但增长点集中

截至 2023 年底，嘉实被动权益基金合计规模约 1047.42 亿元，相较 2022 年底增长约 354.02 亿元，进步明显。

**图19 嘉实被动权益基金 2023 年规模发展情况 (亿元)**


资料来源: Wind, 海通证券研究所

从内部结构来看，不考虑联接基金，2023 年嘉实被动权益业务的增长点主要集中在嘉实沪深 300ETF 和嘉实上证科创板芯片 ETF 两只基金上。正如前文所述，全年来看，这两类产品受到投资者关注，因而相关类型基金的规模也随之增长。不过需要指出，在这两只基金外，嘉实未出现 2023 年规模增量较大的被动权益产品，增长点较为集中。

**表 15 嘉实 2023 年规模增幅前 5 被动权益基金 (亿元)**

基金简称	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	变动值
嘉实沪深 300ETF	209.97	216.10	211.19	312.17	413.41	203.45
嘉实上证科创板芯片 ETF	2.44	14.89	63.12	74.40	68.70	66.26
嘉实沪深 300 红利低波动 ETF	1.08	1.22	2.12	4.48	9.18	8.10
嘉实中证新能源 ETF	5.54	7.76	10.94	12.39	12.10	6.56
嘉实中证软件服务 ETF	4.94	7.88	9.93	9.36	11.08	6.15

注: 不含 ETF 联接基金和 2023 年新发基金。

资料来源: Wind, 海通证券研究所

总体来看，2023 年嘉实公募规模增幅明显。在公司的各条产品线中，主动固收无疑是其中的闪光点。2023 年全年，嘉实主动固收管理规模增幅达到 865.93 亿元，旗下不少基金均跑出不错的成绩，获得市场广泛关注，展现出了公司在该领域较强的实力和影响力。事实上，2020 年以来，公司主动固收规模便快速增长，成功抓住近些年市场利率下行和资管新规等因素带来的机遇。自 2020 年起，不少主动固收基金经理加入嘉

实，公司在固收方向逐渐搭建起了 7 个战队，分别聚焦货币、短债、纯债、固收+等细分领域。从过去三年的发展情况来看，公司实现了管理规模的快速增长，虽然规模增幅较大的产品以纯债和短债基金为主，但增长源却相对丰富，来自各个战队和多位基金经理，而在这些基金经理中，老人和新人皆有发力，可见嘉实目前的主动固收团队综合实力较强，各领域中公司都配备有市场影响力较大的战队，供投资者选择。

## 1.4 小结

在本文的第一章节，我们介绍了三家在 2023 年能够在多个公募条线实现规模正增长的基金公司，分别是大成、华夏和嘉实。从侧重点来看，三家公司存在一定的差异。首先，主动权益是 2023 年大成最可圈可点的产品线。全年公司整体业绩表现较优，旗下各基金经理整体发挥出色，尾部风险较小，而这也与公司注重个股挖掘和研究，稳扎稳打，不随波逐流有关。其次，2023 年，华夏被动权益规模增幅较大，但我们更为在意的是公司的主动量化业务。事实上，华夏对量化一直都十分重视，当公募市场上的高频量化策略正在起步时，华夏第一时间涉足相关领域。过去一年，华夏的主动量化规模发展较快。最后，对于嘉实来说，自 2020 年以来，公司在固收领域发展迅速，增长源相对丰富，来自各个战队和多位基金经理，展现出了较强的综合实力。

事实上，2023 年还有很多基金公司在不同领域实现了规模提升，但由于篇幅限制，本文就不再一一详细介绍。总结来看，我们认为，亮点主要涉及以下几个方向，分别是主动权益、被动权益、主动量化和固收等。

主动权益方面，除了大成以外，我们也看到不少基金公司在 2023 年凭借旗下部分绩优基金经理的推动，在该产品线上实现了规模扩张，例如华商（周海栋）等。

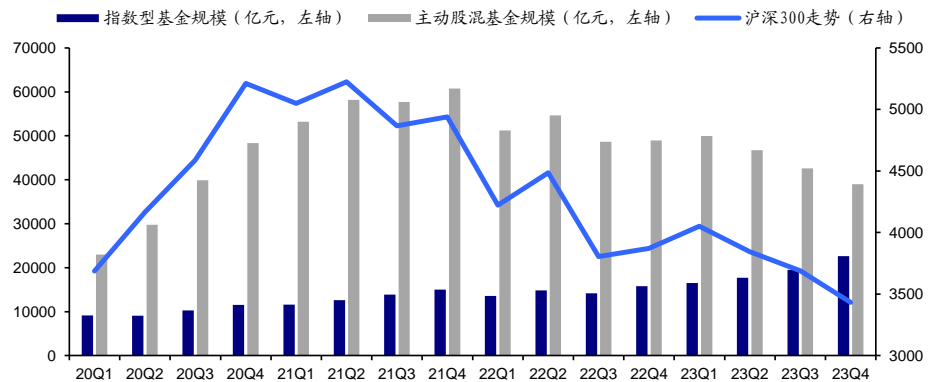
被动权益方面，若考虑 QDII 基金，2023 年规模的增长点主要来自三个方面，一是受底部布局思维推动的宽基指数基金，例如沪深 300 主题产品等，二是契合 A 股市场风格的主题基金，例如人工智能和红利主题产品等，三是部分全年表现较好的海外市场主题基金，例如纳斯达克主题产品等。整体来看，2023 年在这三股力量的推动下，不少基金公司的被动权益规模增量较大，推动公司体量逆势上涨，除了华夏和嘉实外，类似的还有易方达、华泰柏瑞、富国和国泰等。

主动量化方面，也有不少基金公司凭借该业务在竞争激烈的市场中脱颖而出，吸引到大量资金的关注，在华夏和大成外，还有国金、西部利得和招商等。

最后在固收方面，我们知道，2023 年是固收大年，货币政策稳健宽松，市场利率逐渐下降，股票市场表现不佳，投资者对于固收基金的配置需求愈发强烈。全年来看，无论是主动还是被动，均有不少基金公司的规模显著提升，主动方面，除了嘉实外，还有招商、国泰、长信和交银施罗德等；被动方面，海富通、永赢和广发旗下均有大体量产品诞生，带动公司规模增长。

## 2. 主动权益基金经理的闪光点

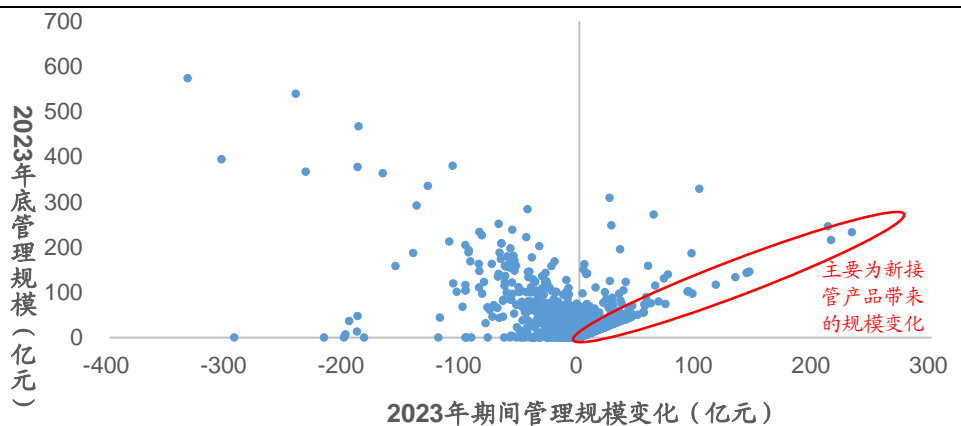
我们在《疾风劲草—2023 年权益基金市场回顾》中分析过，随着 2023 年股票市场延续弱势，主动股混基金的规模出现明显缩减，从 2022 年底的 4.89 万亿元降至 2023 年底的 3.90 万亿元。

**图20 主动股混基金和指数基金规模变化情况**


资料来源：Wind，海通证券研究所

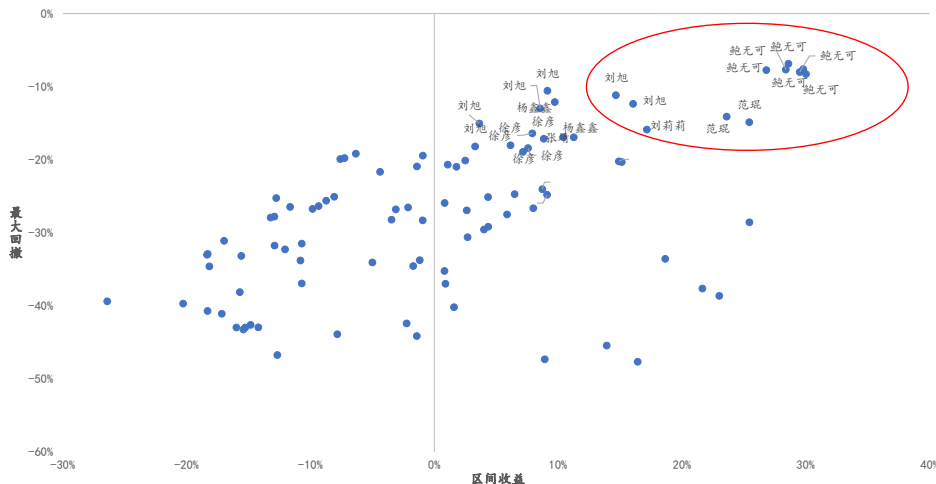
而主动股混基金经理的管理规模在2023年也呈现出了普遍下滑的特征，规模变化均值和中位数分别为-5.03亿元和-0.53亿元，管理规模变化为正的基金经理占比不足40%。

但与此同时，我们可以发现部分基金经理的管理规模逆势扩张，管理规模增长超过30亿元的基金经理共59位，管理规模增长超过50亿元的基金经理共27位。其中，既包括了部分在2023年新接管产品带来规模增长的基金经理，例如叶峰、刘慧影、程剑和孙蔚等；也包括了部分凭借自身优秀业绩带来规模增长的基金经理，例如马芳、周海栋、鲍无可等。

**图21 主动股混基金经理2023年管理规模变化情况**


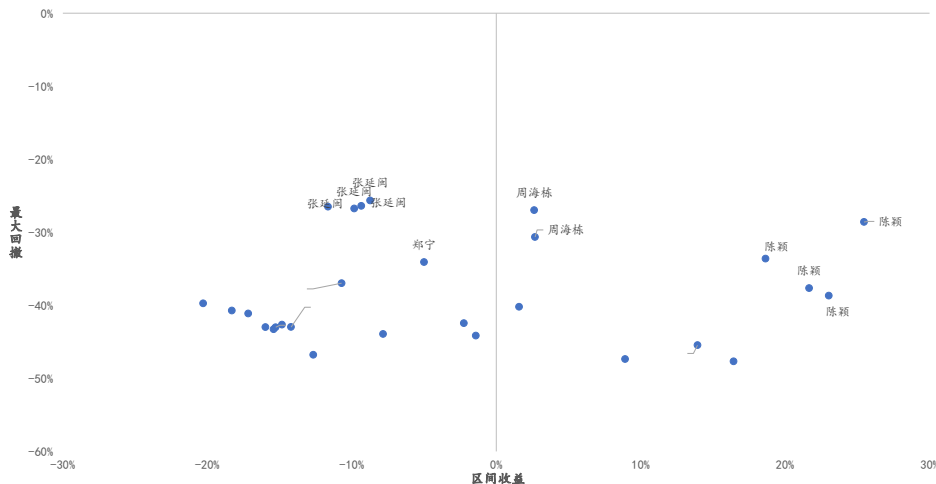
注：主动权益产品指海通分类旗下的主动股混产品中，剔除偏债混合型、生命周期型、对冲策略混合型等产品  
 资料来源：Wind，海通证券研究所

在下表中，我们列示了在2023年管理规模增长超过30亿元的主动股混基金经理所管理产品的区间业绩和最大回撤（要求基金经理在2023年之前任职）。可以发现，部分基金经理在获得良好业绩的同时，最大回撤也控制较好，例如鲍无可、范琨、刘旭、刘莉莉、杨鑫鑫和徐彦等，这些基金经理普遍呈现出价值或均衡偏价值风格。

**图22 基金区间业绩和最大回撤（2023-1-1 至 2024-3-31）**


注 1: 样本为 2023 年管理规模增长超过 30 亿元的基金经理所管理的高仓位主动股混产品, 权益仓位不低于 60%  
 注 2: 要求基金经理在 2023 年以前开始任职  
 资料来源: Wind, 海通证券研究所

而在成长和均衡偏成长风格中, 也存在部分在 2023 年管理规模增长超过 30 亿元且所管理产品的区间业绩和最大回撤表现相对较好的基金经理, 例如陈颖、周海栋等。

**图23 基金区间业绩和最大回撤（2023-1-1 至 2024-3-31）**


注: 要求基金持仓的成长分位点位于主动股混基金前 40%  
 资料来源: Wind, 海通证券研究所

接下来, 我们将对鲍无可、刘旭、刘莉莉和周海栋这四位基金经理进行分析, 探寻这些在 2023 年有所闪光的主动权益基金经理的投资特征。

## 2.1 鲜明的价值投资者：鲍无可

### ➤ 基金经理基本信息

鲍无可, 2009 年 12 月加入景顺长城, 自 2014 年 6 月起担任股票投资部基金经理, 现任股票投资部总监、基金经理。鲍无可目前管理 8 只产品, 合计管理规模 185.56 亿元。

### ➤ 2023 年业绩回顾

从基金经理所管理产品在 2023 年的业绩表现来看: 收益端, 各只产品区间收益均超过 13%, 在高仓位主动股混产品中均位于前 1.5%; 风控端, 年化波动和最大回撤分别控制在 11%和-7%以内, 在高仓位主动股混产品中均位于前 1%。凭借良好的业绩以

及风险控制，各只产品的夏普比率和收益回撤比均表现突出。

我们认为，基金经理在 2023 年期间业绩较好，一方面是重仓了公用事业、有色金属和石化等传统行业中低估值、高股息的相关标的，契合 2023 年权益市场的红利风格；另一方面，基金经理自 2020 年起在估值较低的传媒板块中配置了出版相关标的，2023 年上半年在 AIGC 概念的带动下也有不错收益贡献。

**表 16 鲍无可业绩表现统计（2023 年）**

基金简称	业绩表现					排名分位点				
	区间收益	年化波动	最大回撤	夏普比率	收益回撤比	区间收益	年化波动	最大回撤	夏普比率	收益回撤比
景顺长城能源基建	15.94%	9.42%	-6.12%	1.53	2.60	1.1%	1.3%	0.5%	0.2%	0.2%
景顺长城沪港深精选	16.30%	10.37%	-6.41%	1.43	2.54	1.0%	3.1%	0.5%	0.3%	0.3%
景顺长城价值领航两年持有期	15.31%	10.68%	-6.49%	1.29	2.36	1.1%	4.3%	0.5%	0.5%	0.3%
景顺长城价值稳进三年定开	16.58%	10.51%	-6.50%	1.44	2.55	1.0%	3.5%	0.5%	0.3%	0.2%
景顺长城价值边际	15.97%	10.36%	-6.51%	1.40	2.45	1.0%	3.1%	0.6%	0.4%	0.3%
景顺长城价值驱动一年持有	13.75%	10.62%	-6.74%	1.15	2.04	1.3%	4.0%	0.6%	0.7%	0.5%

注：排名分位点为权益仓位超过 60% 的主动股混基金（下同）。

资料来源：Wind，海通证券研究所

我们认为，基金经理在 2023 年良好的业绩表现，体现了其一以贯之的投资理念。接下来，我们以景顺长城能源基建为例，分析基金经理的历史业绩表现情况以及其投资特征。

#### ➤ 业绩分析：回撤控制良好，呈现绝对收益理念

从任期内业绩来看，景顺长城能源基建在基金经理任职期内业绩位于同类前 2%，业绩表现良好。更值得注意的是，基金在超过 9 年的任期内，最大回撤仅为 28.11%，远小于同类平均，良好的业绩叠加优秀的风控使得其风险调整后收益为同类头部。

**表 17 鲍无可可在管景顺长城能源基建任期内业绩（截至 2024-3-31）**

	区间收益	年化收益	年化波动	最大回撤	夏普比率	收益回撤比
景顺长城能源基建	375.54%	17.28%	14.79%	-28.11%	1.07	0.61
同类平均	142.89%	8.79%	24.44%	-54.43%	0.31	0.17
排名	8/587	8/587	1/587	3/587	1/587	2/587

资料来源：Wind，海通证券研究所

从分年度业绩来看，在 2015 年至 2023 年完整的 9 个年度里，基金经理仅在 2016 和 2018 年有小幅亏损，其中 2016 年下跌 1.38%，2018 年下跌 13.15%，但均大幅跑赢同类平均。不过，在成长占优的 2019 年和 2020 年，基金经理虽然实现正收益，但对于安全性的关注使得在估值不断抬升的结构性牛市中，业绩位于同类尾部。整体来看，基金经理呈现出绝对收益投资理念。

**表 18 景顺长城能源基建分年度业绩**

年度	2023	2022	2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015
景顺长城能源基建	15.94%	1.09%	18.44%	14.08%	14.81%	-13.15%	24.47%	-1.38%	69.68%
同类平均	-12.45%	-20.87%	10.78%	57.66%	45.33%	-23.66%	14.65%	-13.83%	46.46%
排名	40/3763	61/3227	730/2532	2057/2106	1719/1754	90/1379	308/1128	122/905	102/666

资料来源：Wind，海通证券研究所

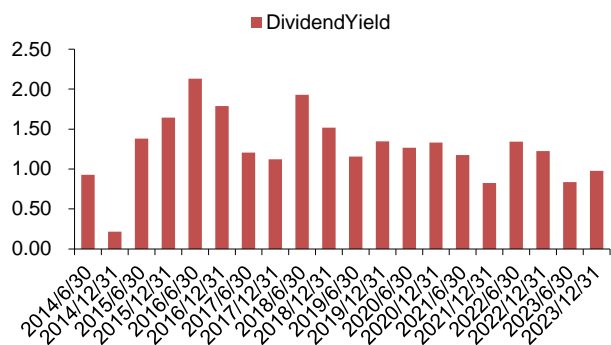
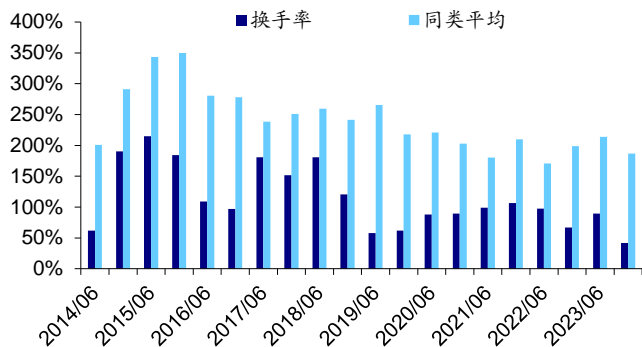
#### ➤ 选股：长期重配拥有壁垒且估值合理的公司

我们认为，基金经理偏好在估值安全的情况下挑选好的标的，故从历史持仓来看，基金经理重配的标的往往并不处于自身行业景气度的高点，持仓成长性小于同类平均，但估值处于低位。

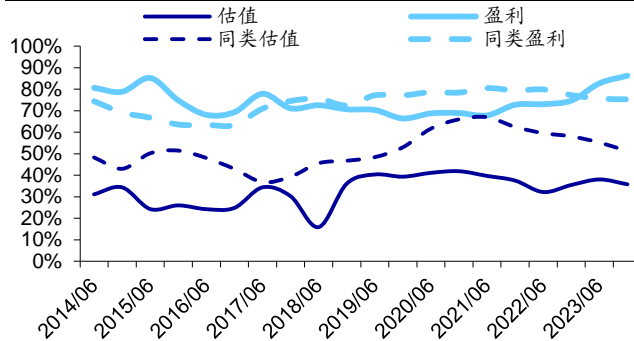
除了估值安全这一铁律，根据季报观点和持仓可以看出，基金经理还偏好去寻找拥有强大壁垒的公司。但这类标的数量并不多，因而对于满足要求的个股基金经理往往会长期持有，如川投能源在持仓中出现 36 期，中南传媒在持仓中出现 20 期，粤高速出现 17 期等。不难发现，这些标的并不出现在景气度高的行业，但是均在自己行业中拥有独特的竞争优势。

此外，根据公开持仓数据可以发现，基金经理持仓呈现出明显的高分红特征。

整体来看，我们认为，基金经理这种长期持股且并不关注市场景气度和热点的做法，使得基金经理的换手率和持股抱团度均较低。

**图24 景顺长城能源基建持仓分红因子暴露**

**图26 景顺长城能源基建换手率**


资料来源：Wind，海通证券研究所

**图25 景顺长城能源基建持仓估值及盈利**

**图27 景顺长城能源基建个股集中度**


资料来源：Wind，海通证券研究所

### ➤ 行业：行业覆盖面较广且变化较大，但为自下而上个股选择结果

从行业集中度来看，根据历史数据，基金经理前五大行业多数时候占比达到 7 成以上，呈现了行业较为集中的特点。不过我们认为，其行业配置同样为自下而上选择的结果，这点可以从其个股集中度可见一斑，其前十大个股集中度显著高于同类平均。

从行业配置来看，根据公开数据，基金经理历史上几乎重配过所有板块，但我们认为，其配置是基于各个行业内的性价比决定，并不执着于任一行业。如 2015 年上半年，随着市场逐步泡沫化，基金经理重配了当时估值较为合理的银行行业，在 2016-2017 年，重配了准入壁垒较高的公用事业行业，2019 年重配了业绩良好的医药生物，2020 年开始持续重配估值较低的传媒板块，2022 年下半年再度增加对公用事业的配置，2023 年则增加了对于有色金属的配置。

此外，基金经理在 2023 年二季度兑现了部分受益于市场对 AI 的关注而上涨较多的传媒标的，避开了后续的回撤，也体现了基金经理长期重配拥有壁垒且估值合理个股的投资理念。



图28 景顺长城能源基建行业配置情况

大类行业	一级行业名称	20140630	20141231	20150630	20151231	20160630	20161231	20170630	20171231	20180630	20181231	20190630	20191231	20200630	20201231	20210630	20211231	20220630	20221231	20230630	20231231
TMT	传媒	3.2	2.2				0.0		0.0	0.3	10.7	14.0	14.0	23.0	27.9	25.2	30.0	24.7	15.2	0.5	0.4
TMT	电子	4.9	16.5	8.5	0.7	3.9	4.4	5.4	11.3				1.7	13.9	3.1	2.2	3.9	1.1	1.5	1.3	1.0
TMT	计算机		2.2			0.0	3.2		0.0				0.0	0.1	0.0	0.2	1.1	0.8	0.4	0.1	0.1
TMT	通信			1.5	5.4	1.7								0.0	0.2		1.0	13.2	15.7	7.5	2.7
上游周期	农林牧渔			0.6			5.0			3.2	7.8	0.7	1.1	1.6	0.1	2.4	0.2	0.6	0.5		0.0
上游周期	基础化工			1.7		0.0	0.0	0.0	0.0					4.9	6.5	6.8	9.8	5.7	3.8	7.3	6.9
上游周期	建筑材料	14.5	2.7							3.2								0.3	0.0		0.0
上游周期	建筑装饰	1.1	6.0		6.5	3.9	0.0	3.3	8.2	9.3										0.3	0.0
上游周期	有色金属		5.3	1.3			1.4	5.1									5.9	6.0	5.8	19.4	24.3
上游周期	煤炭					5.1											3.3	1.8	6.5	8.2	12.0
上游周期	石油石化				9.6	12.2	14.5											1.4	4.6	3.4	
上游周期	钢铁							4.7			8.0	14.0	2.7					0.0	0.1	4.3	4.8
中游制造	交通运输	1.8		5.5	15.8	14.4	19.6	2.5	6.5	17.9	25.5	14.6	14.1	9.1	12.3	21.4	5.8	5.1	1.3	1.6	1.0
中游制造	公用事业		10.2		13.9	36.4	23.5	46.0	27.6	15.6	15.6	15.1	13.9	14.8	15.5	14.0	13.2	23.6	21.2	17.5	18.4
中游制造	国防军工	6.5											0.0	0.0	0.0	0.2		0.0	0.0	1.0	0.4
中游制造	机械设备	11.4	10.3			0.0	0.0	0.0	0.0	0.0		0.0	8.8	0.1	0.0	0.0	0.0	0.2	2.9	6.4	8.6
中游制造	汽车	17.3	14.0	0.6	12.5	12.6	13.3	5.0	4.4	9.0	3.1						1.2	0.0	0.0	0.0	0.0
中游制造	环保		5.3			1.7							4.4	5.7	6.8	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
中游制造	电力设备	3.0	3.3			2.0	3.6	5.1	4.8	0.1	0.0			4.9	1.8	0.5	0.4	2.4	1.0	0.4	1.6
其他	综合																				
大消费	医药生物	18.1	7.9	11.8	9.6		16.4	19.3	20.6	3.1	16.0	36.6	22.9	9.3	21.2	22.1	15.8	8.5	11.4	14.2	7.6
大消费	商贸零售					0.0					8.3	10.1		1.5			0.0	0.1	0.0	0.0	0.0
大消费	家用电器	7.1									6.7			3.2		0.4	0.3	1.8	6.2	5.4	7.4
大消费	社会服务			1.8		0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1
大消费	纺织服装					0.0	0.0	3.3			6.3					0.8	1.6		0.7	0.2	0.0
大消费	美容护理															0.0	0.0	0.0	0.2	0.1	0.0
大消费	轻工制造	5.7		0.4		0.0	0.0	0.0	3.3			0.0				4.6	0.8	0.1	0.7	2.6	
大消费	食品饮料		1.1			4.2	0.0	0.0						8.3	5.9	0.0		3.3	1.3	0.4	
金融地产	房地产	5.3	2.2		2.6				3.7	12.4											
金融地产	银行	3.0		48.7	15.4					13.6							3.9				
金融地产	非银金融	9.2	18.2	6.2	1.6				4.9	12.1											

资料来源: Wind, 海通证券研究所

### 小结

我们认为,基金经理为较为鲜明的价值风格,自下而上选股决定仓位和行业配置。在选股上寻找拥有强大壁垒的公司,看重估值安全性,长期持股。基金经理追求绝对收益,不看相对排名,因而回撤控制良好,在单一年度实现正收益概率高,风险调整后收益优秀,但在牛市和成长占优的市场中表现偏弱。

## 2.2 质量价值风格: 刘旭

### 基金经理基本信息

刘旭,2013年5月加入大成基金管理有限公司,曾担任研究部研究员、基金经理助理、股票投资部副总监,现任股票投资部总监、董事总经理。目前管理8只产品,合计管理规模123.01亿元。

### 2023年业绩回顾

从基金经理所管理产品在2023年的业绩表现来看:收益端,各只产品区间收益分布在-3%至6%的区间内,在高仓位主动股混产品中均位于前15%;风控端,年化波动和最大回撤分别控制在12%和-14%以内,在高仓位主动股混产品中分别位于前13%和6%。凭借良好的业绩以及风险控制,各只产品的夏普比率和收益回撤比均表现较优。

我们认为,基金经理在2023年期间业绩较好,一方面是重仓的机械、家电等与传统经济相关度较高的标的并未出现明显业绩拖累;另一方面,基金经理在2022年左侧重配了估值合理的通讯行业,2023年上半年在AIGC概念的带动下有不少收益贡献。

表19 刘旭业绩表现统计(2023年)

基金简称	业绩表现					排名分位点				
	区间收益	年化波动	最大回撤	夏普比率	收益回撤比	区间收益	年化波动	最大回撤	夏普比率	收益回撤比
大成高新技术产业	5.23%	10.50%	-12.39%	0.36	0.42	4.4%	3.4%	3.8%	3.3%	3.6%
大成优势企业	0.78%	10.61%	-12.60%	-0.07	0.06	8.4%	4.0%	4.0%	--	8.1%
大成睿裕六个月持有	-0.95%	11.32%	-12.44%	-0.22	-0.08	10.9%	8.1%	3.9%	--	--
大成睿鑫	-2.65%	11.78%	-13.61%	-0.35	-0.19	14.3%	12.5%	5.4%	--	--
大成核心价值甄选	3.62%	10.95%	-9.79%	0.19	0.37	5.3%	5.8%	1.6%	4.5%	3.9%
大成匠心卓越三年持有	5.68%	9.22%	-11.20%	0.45	0.51	4.0%	1.1%	2.4%	2.4%	3.1%

注:夏普比和收益回撤比为负则不进行排名(下同)。

资料来源: Wind, 海通证券研究所

基金经理在 2023 年良好的业绩表现，同样体现了基金经理一以贯之的投资理念。接下来，我们以大成高新技术产业为例，分析基金经理的历史业绩表现情况以及其投资特征。

➤ **业绩分析：业绩不极致但稳定高且风控良好，具有偏绝对收益的投资理念**

从任期内业绩来看，大成高新技术产业在基金经理任职期内业绩位于同类前 1%，业绩表现优异。更值得注意的是，基金在超过 9 年的任期内，最大回撤仅为-30.76%，远小于同类平均，优秀的业绩和风控使得其风险调整后收益为同类头部。

**表 20 刘旭在管大成高新技术产业任期内业绩（截至 2024-3-31）**

	区间收益	年化收益	年化波动	最大回撤	夏普比率	收益回撤比
大成高新技术产业	283.81%	16.74%	20.72%	-30.76%	0.74	0.54
同类平均	45.80%	3.77%	23.20%	-49.49%	0.10	0.09
排名	4/783	4/783	187/783	25/783	2/783	2/783

资料来源：Wind，海通证券研究所

从分年度业绩来看，在 2016 年至 2023 年完整的 8 个年度里，基金经理仅在 2018 年和 2022 年有所亏损，其中 2018 年下跌 15.75%，2022 年下跌 17.92%，均跑赢同类平均。同时在成长占优的 2019 年、2020 年、2021 年，基金经理除了在 2019 年略低于同类平均外，2020 年、2021 年均战胜同类平均。我们认为，基金经理呈现出业绩不极致但稳定高且风控良好的特征，同样具有一定的绝对收益理念。

**表 21 大成高新技术产业分年度业绩**

年度	2023	2022	2021	2020	2019	2018	2017	2016
大成高新技术产业	5.23%	-17.92%	27.95%	60.26%	42.20%	-15.75%	36.33%	0.83%
同类平均	-12.45%	-20.87%	10.78%	57.66%	45.33%	-23.66%	14.65%	-13.83%
排名	166/3763	1087/3227	391/2532	934/2106	970/1754	175/1379	79/1128	92/905

资料来源：Wind，海通证券研究所

➤ **个股选择：看重基本面和商业模式，要求估值合理，重仓股延续性强**

个股选择方面，基金经理相对偏好消费、制造和科技中选取商业模式好、护城河宽、管理层优秀的个股。从持仓特征来看，基金经理较为看重个股盈利能力，持仓盈利分位点高于同类平均；同时，要求估值合理，因此持仓估值分位点低于同类平均。通过公开持仓，可见基金经理偏好配置细分行业龙头，同时也会持有部分中小市值个股。

此外，基金经理持仓呈现出了明显的高分红的特征，而对于高分红个股的配置也为基金经理近年来的优异业绩带来了正向贡献。

作为自下而上选股的基金经理，刘旭任职以来持股集中度始终大幅高于同类，前十大持股集中度维持在 7 成以上，持股周期久叠加持股集中度高，显示了基金经理对于重仓股较强的信心。例如基金经理从 2020 年初偏左侧重仓持有了凌霄泵业，期间个股出现了估值和盈利的双升；2022 年以来，随着市场下行，个股估值和业绩出现了一定幅度的回落，但是基金经理并未完全卖出，而是降低一些仓位后继续持有。在换手率方面，刘旭的换手率较低，2017 年之后始终维持在了在一倍之内的换手率。

图29 大成高新技术产业分红因子暴露

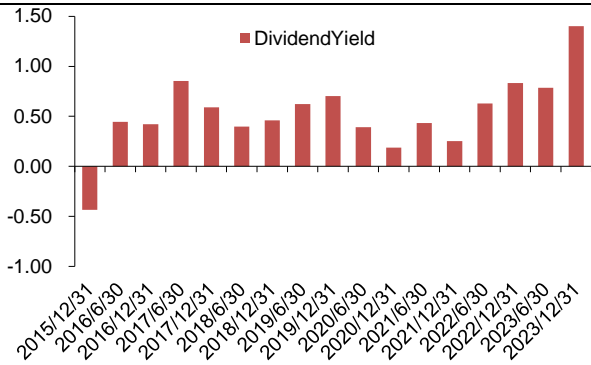


图30 大成高新技术产业个股集中度

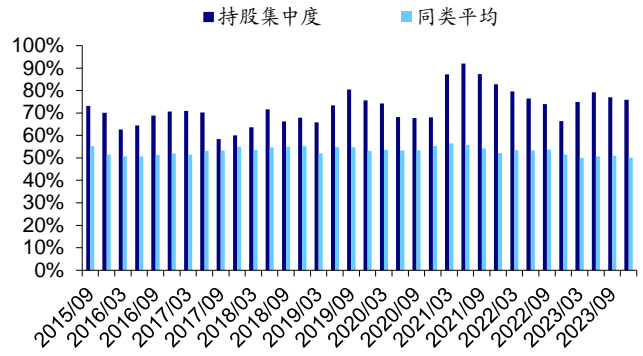


图31 大成高新技术产业换手率

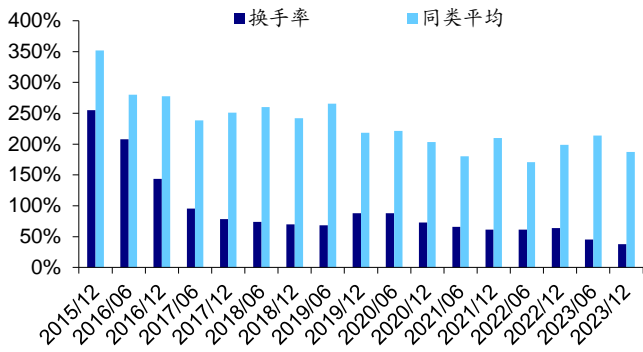
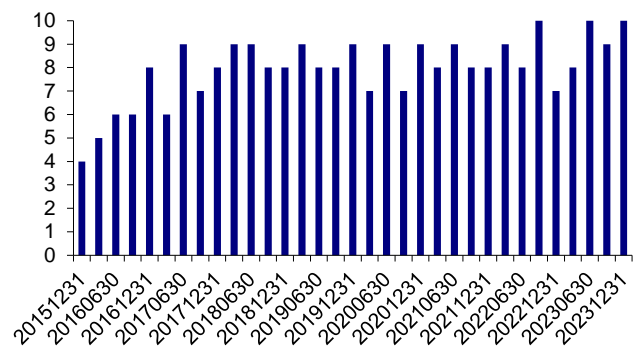


图32 大成高新技术产业重仓股延续性



资料来源: Wind, 海通证券研究所

资料来源: Wind, 海通证券研究所

➤ 行业配置: 自下而上个股选择带动行业长周期变动, 时点偏左侧, 节奏较好

从长周期的角度来看, 根据持仓, 可知基金经理行业配置有较为明显的切换。例如2018年到2020年, 基金经理重配商业模式好的白酒, 随着估值逐渐提升, 20年中开始切换到了景气度上行的机械设备以及电力设备行业; 在半导体行业的国产替代背景下, 基金经理也在20年底开始持续配置10%左右的电子; 随着国家安全的重要性与日俱增, 22年底基金经理左侧重配了估值合理的通讯行业, 取得了不错的效果。

我们认为, 基金经理不做短周期的行业切换, 但是自下而上个股选择带动行业长周期有较大明显的变动, 其行业配置整体契合市场主线, 且买卖时点选择偏左侧, 节奏把握较好

图33 大成高新技术产业行业配置情况

大类行业	一级行业名称	20151231	20160630	20161231	20170630	20171231	20180630	20181231	20190630	20191231	20200630	20201231	20210630	20211231	20220630	20221231	20230630	20231231
TMT	传媒	11.8	0.1	0.1	0.7	2.4	1.2	0.1	0.0	0.0	0.6	1.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
TMT	电子	7.0	5.5	0.3	0.2	7.3	2.4	2.8	0.1	0.7	2.8	8.8	11.4	8.1	8.4	4.0	2.4	0.9
TMT	计算机	11.0	4.7	0.1	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0	8.2	0.1	0.1	0.0	7.8	0.0	0.0	0.0	0.0
TMT	通信		1.5	0.8	1.4	3.2	0.7	1.1	0.1	0.0	0.1	0.0	9.9	20.5	23.8	24.1	20.0	
上游周期	农林牧渔			0.0	0.0	2.1	2.3	2.7		0.2	0.0	0.9	0.0	0.0	0.0	0.0	0.3	0.0
上游周期	基础化工	10.6	0.2	3.4	0.2	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.5	1.5	3.4	1.4	0.1	3.2	2.1	2.4
上游周期	建筑材料	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0	0.4	0.4	0.2	3.4	10.5	8.8	7.2	1.1	0.0
上游周期	建筑装饰			1.5	0.1	0.1							0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
上游周期	有色金属		0.1	0.1	0.0	0.0	0.8					0.0	0.0	0.9	5.2	2.0	0.1	0.1
上游周期	煤炭							0.0	0.1	1.8	6.2	4.6	9.3			1.3	1.1	3.7
上游周期	石油石化		0.0	2.4	4.0	2.5	4.3	0.4	0.3	0.1	0.0				0.0	6.2	6.1	7.8
上游周期	钢铁										0.0	0.1						0.0
中游制造	交通运输		0.0	0.0	0.0	0.0		0.7	3.5	1.4	0.1	0.0	0.0	2.8	7.7	10.8	8.3	5.5
中游制造	公用事业	1.9	0.0			0.0	0.0		0.0	0.4	0.0	0.8	0.0	1.0			0.8	2.0
中游制造	国防军工	7.5	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	2.2	0.0	0.0	0.0	0.0			0.0
中游制造	机械设备	2.7	2.5	2.3	0.2	9.6	10.2	10.5	8.3	9.4	21.3	23.8	24.1	19.3	25.0	22.8	30.3	22.0
中游制造	汽车	19.4	34.6	13.8	8.8	16.1	15.0	11.1	6.0	4.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	1.1	2.1	2.1
中游制造	环保	0.1	1.3	1.1	0.7	0.6	0.1	1.7	0.9	0.0	0.0	0.0	0.0	10.0	9.8	7.2	6.1	4.3
中游制造	电力设备	0.0	16.9	17.3	10.5	5.6	1.5	0.7	0.1	0.1	10.9	13.3	21.5	13.9	0.7	0.7	0.5	0.2
其他	综合																	
大消费	医药生物	2.4	6.1	11.2	3.5	5.3	5.3	6.4	6.7	0.4	6.3	9.7	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.1
大消费	商贸零售	11.4	3.6	4.6	0.1	0.0	0.0	1.3		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
大消费	家用电器	4.1	22.3	17.5	17.3	11.0	13.9	9.1	10.5	21.2	18.9	12.3	11.1	9.9	10.7	5.0	11.7	23.0
大消费	社会服务	4.3	0.1	7.7	8.8	5.9	11.3	9.5	8.2	7.6	4.9	0.0	0.0	0.0	0.3	2.3	0.3	0.2
大消费	纺织服装	0.2	0.1	0.1	0.0	0.0	2.2	0.6		0.2	1.9	1.5	0.0	0.0	0.0			
大消费	美容护理											0.0	0.0	0.0				0.0
大消费	轻工制造	0.0	0.0	0.0	9.2	5.5	8.0	6.0	0.0	0.1	0.1	0.0	0.0	4.0	4.2	2.0	1.3	1.0
大消费	食品饮料	0.0	0.0	0.1	0.1	7.7	14.1	24.8	34.6	22.7	19.5	17.3	8.4	2.1	0.1	1.2	1.1	3.7
金融地产	房地产	5.3	0.1	7.0	14.8	3.5	0.2	4.7	9.8	12.4	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	1.6	1.3	1.0
金融地产	银行			8.3	11.7	5.5	3.0	5.0	9.7	8.0	3.1	0.7	0.0	0.0		2.5		
金融地产	非银金融	0.0	0.1	7.6	5.7	3.0	0.6	0.6	0.3	0.0	0.1	0.0	0.0		1.2			

资料来源: Wind, 海通证券研究所

### ➤ 小结

我们认为，基金经理为质量价值风格，自下而上寻找商业模式可持续且估值合理的品种，持股周期较长，且持股集中度较高，显示了基金经理对于重仓股较强的信心。虽然基金经理不做短周期的行业切换，但是自下而上个股选择带动行业长周期有明显的变动，其行业的配置整体契合市场主线，且能左侧挖掘到市场机会，同时避免估值泡沫，节奏把握较优。从风格特征来看，基金经理关注估值，在价值占优的风格下表现突出，成长占优风格下略逊。长期视角选股叠加估值安全性的要求，使得基金经理呈现出业绩不极致但稳定性高且风控良好的特征，从而使得中长期业绩表现优异。

## 2.3 相对灵活的价值风格：刘莉莉

### ➤ 基金经理基本信息

刘莉莉，2007年4月加入富国基金管理有限公司，历任行业研究员、高级行业研究员、研究总监助理、权益研究部研究副总监、权益基金经理；现任富国基金权益投资部高级权益基金经理。目前管理2只产品，合计管理规模41.26亿元。

### ➤ 2023年业绩回顾

从基金经理所管理产品在2023年的业绩表现来看：收益端，产品区间收益为11.54%，在高仓位主动股混产品中均位于前2%；风控端，年化波动和最大回撤分别为12.39%和-11.22%，在高仓位主动股混产品中分别位于前18%和3%。凭借良好的业绩以及风险控制，基金经理管理产品的夏普比率以及收益回撤比均表现突出。

我们认为，基金经理在2023年期间业绩较好，主要源于基金经理在顺周期中配置的包含油气开采、有色等标的，后周期中配置的线下场景复苏相关叠加高分红的商业零售标的，科技中配置的红利类运营商以及医药中配置的业绩成长和估值匹配度较高的中药相关标的，整体持仓在驱动力分散的同时给基金带来了正向贡献。

表 22 刘莉莉业绩表现统计（2023年）

基金简称	业绩表现					排名分位点				
	区间收益	年化波动	最大回撤	夏普比率	收益回撤比	区间收益	年化波动	最大回撤	夏普比率	收益回撤比
富国研究精选	11.54%	12.39%	-11.22%	0.81	1.03	1.9%	17.8%	2.4%	1.1%	1.4%

资料来源：Wind，海通证券研究所

基金经理在2023年良好的业绩表现，体现了基金经理在此前投资框架上的一定进化。接下来，我们分析基金经理的历史业绩表现情况以及其投资特征。

### ➤ 业绩分析：业绩不极致但风控良好

从任期内业绩来看，富国研究精选在基金经理任职期内业绩位于同类前15%，业绩表现良好。在5年的任期内，最大回撤仅为-25.32%，远小于同类平均，良好的业绩叠加优秀的风控使得其风险调整后收益为同类前列。

表 23 刘莉莉在管富国研究精选任期内业绩（截至2024-3-31）

	区间收益	年化收益	年化波动	最大回撤	夏普比率	收益回撤比
富国研究精选	122.13%	16.79%	19.06%	-25.32%	0.80	0.66
同类平均	69.24%	10.04%	22.45%	-47.66%	0.39	0.24
排名	227/1725	227/1725	338/1725	46/1725	118/1725	45/1725

资料来源：Wind，海通证券研究所

从分年度业绩来看，在2020至2023年完整的4个年度里，基金经理除了在2021年低于同类平均外，其余年度均战胜同类平均，尤其是在2022和2023年的下跌市场中分别位于同类前10%和前2%。整体来看，基金经理业绩呈现出不极致但风控良好的特征。

**表 24 富国研究精选分年度业绩**

年度	2023	2022	2021	2020
富国研究精选	11.54%	-10.05%	-0.78%	60.48%
同类平均	-12.45%	-20.87%	10.78%	57.66%
排名	72/3763	299/3227	1810/2532	926/2106

资料来源: Wind, 海通证券研究所

➤ **行业配置: 行业覆盖面广, 逆向投资, 业绩驱动因素有所分散**

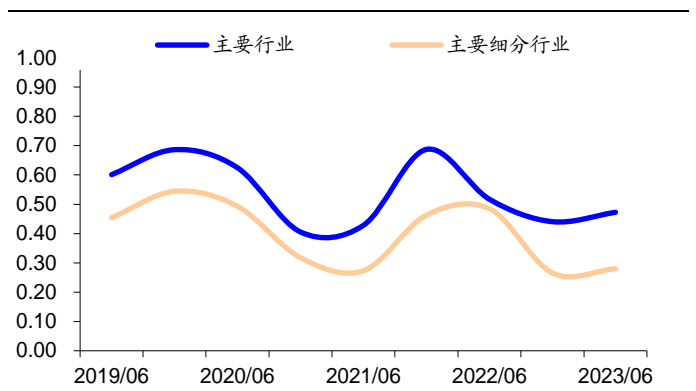
从行业配置来看, 通过持仓可见, 基金经理的行业配置范围较广, 行业集中度相对分散。我们认为, 基金经理在行业配置中呈现出偏绝对收益理念的特征。一方面, 基金经理对于行业配置较为谨慎。例如在 2022 年上半年, 由于国际政治格局复杂多变以及 2 季度国内疫情超预期爆发, 基金经理持仓主要配置于估值水平较低的防御板块, 大幅增加了对于金融地产板块的配置。另一方面, 基金经理在行业配置中呈现出较为明显的逆向投资的特征。例如在食品饮料行业中, 在 2021 年年中之前, 基金经理对于白酒的配置比例不超过 6%, 在 2021 年下半年中, 随着消费板块进入了深度回调, 基金经理认为相当部分公司进入了绝对的价值区间, 对于白酒的配置比例一度接近 30%。

此外, 我们认为, 2022 年以来, 基金经理增加了对于业绩驱动因素分散的考量。一方面, 基金经理的板块配置有所分散, 降低了对于大消费板块的配置, 增加了对于上游周期品种的配置; 另一方面, 基金经理主要持仓行业之间的相关性也有了一定的降低。

**图 34 富国研究精选行业配置情况**

大类行业	一级行业名称	20190630	20191231	20200630	20201231	20210630	20211231	20220630	20221231	20230630	20231231	
TMT	传媒		2.5			0.0	0.0					
	电子	4.3	7.1	2.4	10.0	1.7	8.3	0.1	0.1	4.2	0.0	
	计算机	4.7	10.6	10.4	5.7	8.7	9.7	0.0	0.1	0.0	0.0	
	通信	0.2		1.2	1.0	2.1			4.7	2.9	0.0	
	上海周期	农林牧渔			0.0	1.1	0.0	0.0		0.0	0.0	
	上海周期	基础化工	0.0	0.1	1.0	0.0	3.7	7.9	7.4	8.5	3.3	8.3
	上海周期	建筑材料					0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
	上海周期	建筑装饰	5.2	2.2	1.0		0.0	0.0	0.0	0.0	2.2	
	上海周期	有色金属				1.0		1.1	5.2	4.2	12.1	12.5
	上海周期	煤炭								2.1		
上海周期	石油石化	0.0		0.0	1.6				9.7	7.2		
上海周期	钢铁								0.0	2.3		
中游制造	交通运输		5.2	4.7	0.0	2.2	0.0	1.0	0.0	5.4		
	公用事业	0.0			0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0		
	国防军工	0.0	0.0	0.5	0.0	0.0	0.0	1.7	2.8	0.6		
	中游制造	机械设备	0.0	8.7	17.7	0.3	0.6	0.1	16.6	1.8	6.8	
	中游制造	汽车	1.5	5.2	0.7	5.0	11.3	1.1	0.0	0.0	1.6	
	中游制造	环保	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
	中游制造	电力设备		2.4	6.3	3.7	1.1	0.0	0.0	0.1	1.1	
	中游制造	综合										
	大消费	医药生物	18.7	11.6	19.5	13.8	8.3	1.7	0.0	19.9	15.0	16.7
		商贸零售	17.3	11.7	22.5	14.7	22.1	13.7	8.5	21.5	15.8	13.6
大消费		8.4	8.4	6.1	7.8	8.7	10.5	0.0	7.0	8.8	8.4	
大消费		食品饮料	5.3	5.9	0.0	0.0	1.2	0.0	0.0	0.0	0.0	
大消费		纺织服装	2.0		0.0	0.0	1.2	0.0	0.0	0.0	0.0	
大消费		美容护理				1.8	5.3					
大消费		轻工制造	10.4	5.5	3.2	0.0	2.8	0.0	0.0	0.0	0.0	
大消费		食品饮料	9.8	8.1	6.1	14.4	16.0	40.0	24.1	0.0		
金融地产		房地产		11.5	4.3	1.1	1.1		21.1	17.4	16.4	
金融地产		银行	3.3		3.3	5.5	0.0		10.9			
金融地产	保险	8.9	4.1	2.0	7.7			7.6	0.0			

资料来源: Wind, 海通证券研究所

**图 35 富国研究精选行业相关性**


资料来源: Wind, 海通证券研究所

➤ **个股选择: 相信均值回归, 选股时寻找多周期叠加处于底部位置的公司**

个股选择方面, 根据公司公开材料, 基金经理相信均值回归, 重点关注上市公司远期业绩所支撑的市值空间, 对比当前市值测算出的复合预期收益率空间是否满足要求, 从持仓特征来看, 基金经理持仓估值分位点低于同类平均。

与此同时, 基金经理选股时寻找多周期叠加处于底部位置的公司, 偏逆向投资。例如根据持仓, 基金经理持续配置商贸零售标的重庆百货, 虽然行业以及个股在 2022 年 10 月之前并未出现明显的趋势性行情, 但是我们认为, 基金经理或是基于行业竞争格局优化、份额提升的逻辑坚定持有。正是由于偏逆向投资的特征, 使得虽然基金经理看重个股竞争力, 但是从持仓特征来看, 基金经理持仓盈利分位点与同类平均大致持平。

此外, 从持仓来看, 虽然基金经理偏好自下而上精选个股, 但是持股集中度除了在 2021 年至 2022 年期间明显高于同类平均外, 其余区间内与同类平均大致持平。在换手率方面, 由于基金经理投资框架中会进行行业比较, 同时也会基于个股竞争力和估值水平进行个股调整, 因此换手率有所波动, 与同类产品平均水平大致持平。

图36 富国研究精选分红因子暴露

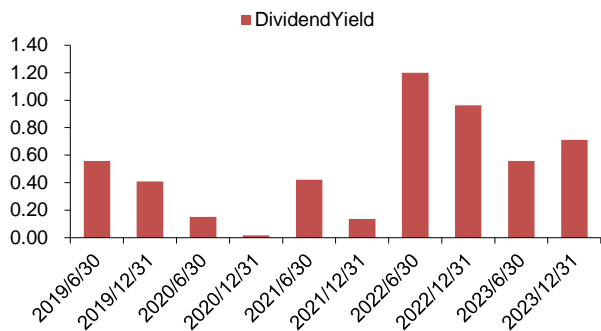


图37 富国研究精选持仓估值及盈利

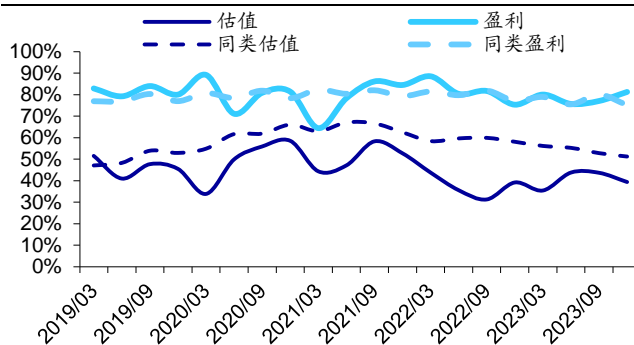


图38 富国研究精选换手率

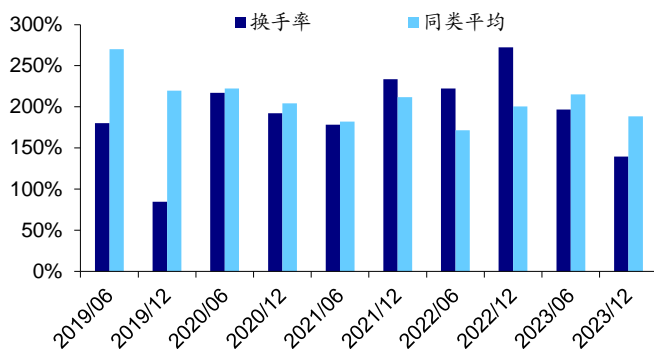
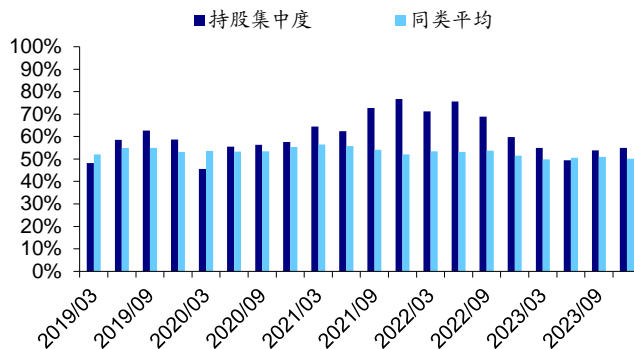


图39 富国研究精选个股集中度



资料来源: Wind, 海通证券研究所

资料来源: Wind, 海通证券研究所

### ➤ 小结

我们认为,基金经理为相对灵活的价值风格。基金经理行业布局范围较广,2022年以来,增加了对于业绩驱动因素分散的考量,板块配置有所分散。个股选择方面,相信均值回归,选股时寻找多周期叠加处于底部位置的公司。看重个股的质量以及安全边际,对于高估值品种不会过多参与,偏逆向投资。基金经理集中持股,换手有所波动。整体来看,业绩不极致但风控良好,从而使得中长期业绩表现优异。

## 2.4 周期视角选手: 周海栋

### ➤ 基金经理基本信息

周海栋,2010年5月加入华商基金管理有限公司,曾任研究发展部行业研究员、机构投资部投资经理。目前管理6只产品,合计管理规模341.32亿元。

### ➤ 2023年业绩回顾

从基金经理所管理产品在2023年的业绩表现来看:收益端,各只产品区间收益分布在-2%至6%的区间内,在高仓位主动股混产品中均位于前12%;风控端,年化波动和最大回撤分别控制在15%和-19%以内,在高仓位主动股混产品中分别位于前44%和19%。凭借良好的业绩以及风险控制,各产品的夏普比率以及收益回撤比均表现较优。

我们认为,基金经理在2023年期间业绩较好,源于产品重仓的铜、铝等有色金属相关标的以及计算机、电子相关标的在AI概念的推动下为产品带来了正向贡献,抵消了基金经理偏左侧配置的航空运输带来的负向贡献。

**表 25 周海栋业绩表现统计 (2023 年)**

基金简称	业绩表现					排名分位点				
	区间收益	年化波动	最大回撤	夏普比率	收益回撤比	区间收益	年化波动	最大回撤	夏普比率	收益回撤比
华商新趋势优选	0.85%	14.13%	-18.15%	-0.05	0.05	8.3%	34.9%	19.0%	--	8.3%
华商优势行业	3.13%	13.52%	-17.37%	0.12	0.18	6.0%	28.3%	16.4%	5.4%	6.0%
华商盛世成长	5.45%	13.77%	-16.11%	0.29	0.34	4.2%	31.1%	12.4%	3.7%	4.1%
华商甄选回报	-1.18%	13.64%	-17.19%	-0.20	-0.07	11.5%	29.7%	15.7%	--	--
华商鑫选回报一年持有期	1.82%	14.85%	-18.08%	0.02	0.10	7.2%	43.2%	18.7%	7.1%	7.4%

资料来源: Wind, 海通证券研究所

接下来, 我们以华商新趋势优选为例, 分析基金经理的历史业绩表现情况以及其投资特征。

➤ **业绩分析: 风格适应性较强, 长期业绩表现较好**

从任期内业绩来看, 华商新趋势优选在基金经理任职期内业绩位于同类前 1%, 业绩表现突出。更值得注意的是, 基金在超过 9 年的任期内, 最大回撤仅为-30.41%, 远小于同类平均, 良好的业绩叠加优秀的风控使得其风险调整后收益为同类头部。

**表 26 周海栋在管华商新趋势优选任期内业绩 (截至 2024-3-31)**

	区间收益	年化收益	年化波动	最大回撤	夏普比率	收益回撤比
华商新趋势优选	317.63%	17.99%	24.14%	-30.41%	0.68	0.59
同类平均	36.65%	3.01%	23.00%	-49.54%	0.07	0.07
排名	2/801	2/801	518/801	23/801	2/801	2/801

资料来源: Wind, 海通证券研究所

从分年度业绩来看, 在 2016 年至 2023 年完整的 8 个年度里, 基金经理仅在 2016 年和 2018 年有小幅的年度亏损, 其中 2016 年下跌 7.87%, 2018 年下跌 14.83%, 均跑赢同类平均。整体来看, 基金经理除了在 2017 年业绩略微低于同类平均外, 其余年度均战胜同类平均水平, 在各个年度具有不错的业绩表现, 展现出较强的风格适应性。

**表 27 华商新趋势优选分年度业绩**

年度	2023	2022	2021	2020	2019	2018	2017	2016
华商新趋势优选	0.85%	13.60%	22.85%	77.42%	69.60%	-14.83%	14.63%	-7.87%
同类平均	-12.45%	-20.87%	10.78%	57.66%	45.33%	-23.66%	14.65%	-13.83%
排名	314/3763	10/3227	568/2532	431/2106	145/1754	142/1379	553/1128	267/905

资料来源: Wind, 海通证券研究所

➤ **行业配置: 以周期+成长为主要配置方向, 在周期视角下进行偏逆向投资**

从行业配置来看, 周海栋以周期+成长为主要配置方向, 对于除医药外的其他大消费以及金融地产的配置比例相对较少。从行业集中度来看, 基金经理有较为鲜明的行业偏好, 行业持有周期相对较长, 偏向于把握大趋势。

从具体行业的选择上, 我们认为, 基金经理呈现出在周期视角下进行偏逆向投资的特征。例如基金经理在 2018 年经济增长下行压力逐渐显现、去杠杆不断推进、外部贸易摩擦风险上升的背景下, 偏左侧布局了电子及计算机相关标的。又如在 2020 年疫后复苏阶段大幅增加了对于有色金属等顺周期资产的配置, 并在 2021 年增加了对于煤炭的配置, 在全球通胀上行的环境下获得了较好的配置效果。又如在 2022 年市场下行的背景下, 逆势加仓了超跌的计算机行业, 在后续的信创以及 AIGC 相关概念的推动下给基金带来了一定正向贡献。此外, 基金经理会进行行业切换, 例如 2020 年前, 航空运输是基金经理主要配置方向之一, 配置比例一度超过 20%, 但是当发生新冠疫情后, 给出行链带来了一定的不确定性, 基金经理大幅进行了降仓。

图40 华商新趋势优选行业配置情况

大类行业	一级行业名称	20150630	20151231	20160630	20161231	20170630	20171231	20180630	20181231	20190630	20191231	20200630	20201231	20210630	20211231	20220630	20221231	20230630	20231231	
TMT	传媒	0.0		2.6							3.5	1.5	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.4	
	电子	0.0	1.2	1.7	1.0	6.6	8.6	22.3	18.6	13.0	17.8	0.0	1.5	1.3	0.0	4.1	3.2	5.4	8.4	
	计算机	27.4	17.5	17.0	11.4	4.8		27.6	19.6	19.6	25.2	43.6	20.8	10.9	7.5	20.2	23.7	17.0	7.1	
	通信	0.0					1.6					0.1	0.1	0.0	0.1	1.0	0.8	2.5	1.3	
上游周期	农林牧渔	1.5	6.1						3.1	6.4	2.1	0.0	0.0	0.0	0.7	0.0	0.4	0.0	0.0	
	基础化工	0.1	3.4				4.1	6.0	1.2		2.2	0.6	1.9	1.2	0.0	0.9	6.9	4.4	4.9	
	建筑材料	0.1	0.9									1.6		0.8			1.6	0.6	0.6	
	建筑装饰	6.0	5.0	6.2	7.6			1.0				0.3	0.0	0.0	0.0	1.6	0.8	0.4	0.4	
	有色金属	0.3			3.9			18.4	2.0	1.1		10.6	16.0	36.9	46.5	41.5	34.1	31.6	26.7	34.0
	煤炭	0.0														8.8	18.4	14.2	2.1	0.8
	石油石化				4.6				2.1				0.0	2.9	1.4	1.8	2.9	1.7	0.4	0.3
	钢铁	0.0										0.0	1.5	3.6	6.6	6.8			0.4	1.4
中游制造	交通运输		3.1	10.9	4.7	13.1	22.1	14.0	22.1	19.3	20.2	4.1	7.9	6.0	7.1	2.9	4.3	7.9	7.9	
	公用事业	0.4	4.4				4.7					2.1		0.5	2.8	2.4	2.7	2.3	1.8	
	国防军工	1.3				4.0					1.6	0.0	3.9	0.1	0.0	0.0	0.7	0.3	5.7	
	机械设备	2.0	4.6	9.4	7.2	11.4	4.3		0.2		2.1	1.7	0.2	0.2	2.3	0.0	2.5	3.9	6.5	
	汽车	3.7									1.3	0.0	6.9	6.2	5.0	0.3	3.5	0.4	0.4	
	环保											0.0	0.1	0.0	0.0	0.0	1.1	1.2	0.9	
	电力设备	2.1	1.8						5.1	13.9	2.2	9.4	4.9	3.1	2.0	3.0	5.9	5.0	4.7	
	其他	0.0			1.7															
大消费	医药生物	16.7	17.7	15.7	28.9	36.2	24.5	17.6	27.9	17.8	6.3	3.2	0.2	0.4	0.2	0.8	5.4	9.1	3.7	
	商贸零售	0.0	2.2		3.9							0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.9	1.9	
	家用电器								1.1			0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
	社会服务	3.8				8.3						5.0	6.0	0.8	0.0	1.3	1.6	0.5	0.8	
	纺织服装	7.2	3.9	5.8									0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	
	美容护理		2.5	2.7									0.0	0.0	0.0	0.6	0.0	0.0	0.0	
	轻工制造	10.1	9.3	5.2								0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.7	0.9	0.4	
	食品饮料	10.3		2.6								0.0	0.0	0.0	0.0	0.6	0.5	0.2		
金融地产	房地产	6.8	16.3	20.2	14.0	5.7	0.6					0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.2	0.0	
	银行				11.3	9.8	11.1	3.6			2.0	3.9	7.4	3.3	9.0	2.3	1.5	0.5	0.9	
	非银金融							2.5				0.0	5.3	0.5						

资料来源: Wind, 海通证券研究所

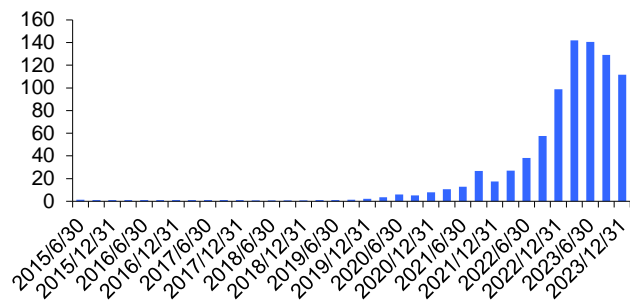
### 个股选择: 注重风险收益比, 持股集中度随着规模的提升有了明显下降

个股选择方面, 我们认为, 由于基金经理的投资框架中包含自上而下的周期视角, 因此个股特征在一定程度上会受到行业配置的影响。例如在 2017 年和 2020 年上半年, 基金经理相对偏好医药生物以及电子、计算机等成长行业, 因此持仓的整体估值水平高于同类平均; 2020 年下半年以来, 基金经理增加了对于顺周期以及价值类资产的配置, 持仓估值水平有了较大幅度的下滑; 2022 年中以来, 随着基金经理增持了部分超跌反弹的成长标的, 持仓估值水平有了一定幅度的提升。

自下而上操作方面, 我们认为基金经理偏好选择业绩在未来具有向上拐点的公司, 选股注重风险收益比, 对于个股的买卖时点偏左侧, 以保证持仓的安全性。例如基金经理从 2017 年二季度开始持续配置北易创新, 在 2020 年估值明显抬升后进行了清仓, 为基金带来了明显正向收益。基金经理整体注重风险收益比且偏左侧配置的操作, 也使得组合的估值、成长、盈利等因子不会明显高于同类平均。

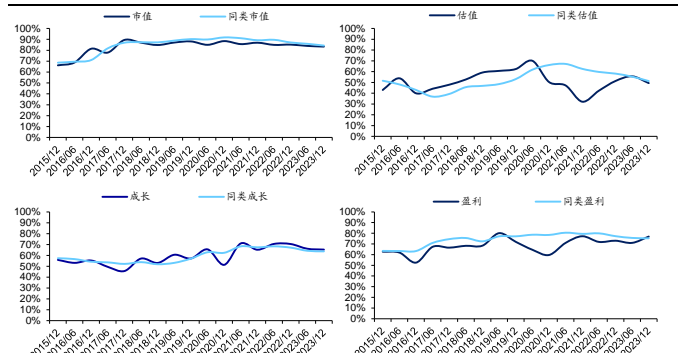
此外, 我们认为, 从个股集中度来看, 随着管理规模的逐步提升, 基金经理逐步降低了持股集中度, 以此来分散组合构建的风险。从换手率来看, 虽然基金经理会基于周期视角对于行业和个股进行一定的动态切换, 但是持有周期相对较长, 因此换手率在多数时间内低于同类平均, 仅在部分区间内有所提升。从持仓抱团度来看, 由于基金经理整体呈现左侧买入、左侧卖出, 对于泡沫化的投资机会较为谨慎, 因此整体持仓抱团度低于同类平均。

图41 华商新趋势优选规模



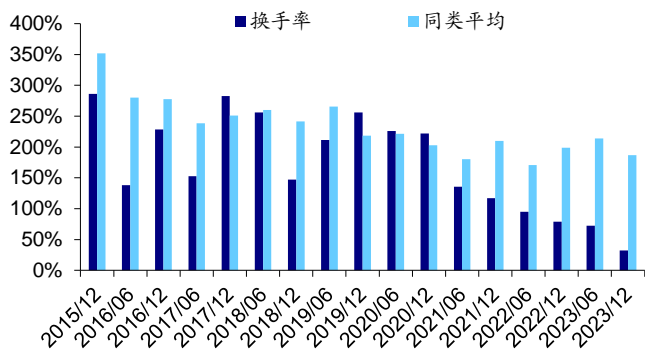
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图42 华商新趋势优选持仓风格

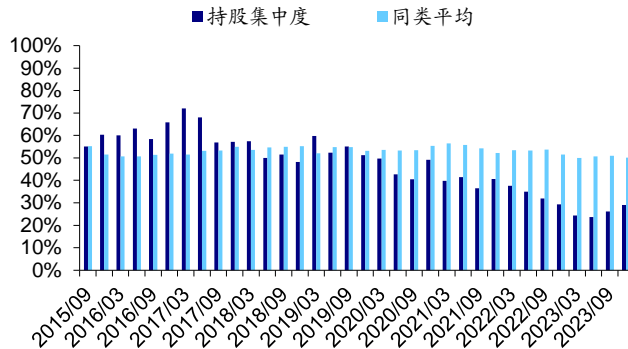


资料来源: Wind, 海通证券研究所



**图43 华商新趋势优选换手率**


资料来源：Wind，海通证券研究所

**图44 华商新趋势优选个股集中度**


资料来源：Wind，海通证券研究所

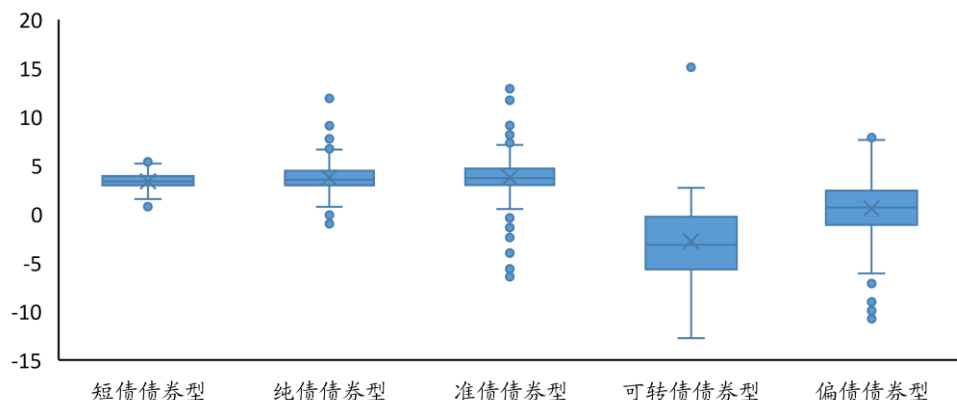
### ➤ 小结

我们认为，基金经理为均衡偏成长风格，投资框架为上下结合，基于行业周期和宏观环境进行投资，偏好配置预计未来 1-3 年维度整体向上的周期行业及部分成长行业，对长期稳定的行业关注较少，配置偏左侧布局且持有周期相对较长。在行业确定的情况下，再从标的层面看个股，基金经理偏好选择未来一到两年处于景气周期且有明显向上拐点的公司，找出其中收益风险比更优的选择，同时买卖时点偏左侧。持仓个股相对分散，换手率偏低。基金经理较广泛的能力圈使得基金在各个年度具有不错的业绩表现，展现出了较强的风格适应性。

## 3. 主动固收基金经理的闪光点

2023 年，债券市场整体走牛，债券型基金整体收益表现较优。各类型的主动债券开放式基金中，纯债债券型基金 2023 年收益中位数为 3.51%，75%分位数为 4.43%。短债债券型基金同样有较好表现，收益率中位数为 3.35%，75%分位数为 3.88%。含权债基金中，准债债券型基金权益仓位偏低，有较多产品采用接近纯债基金的方式运作，因此 2023 年也取得了较好的收益表现，收益率中位数为 3.69%，75%分位数为 4.67%；偏债债券型基金可在二级市场参与股票投资，整体权益仓位偏高，因此 2023 年业绩表现较差，收益率中位数为 0.68%，75%分位数为 2.39%，且有 40.43% 的基金未取得正收益；可转债债券型基金由于有最低可转债投资比例的限制，2023 年收益表现最弱，收益率中位数为 -3.18%。

在本节中，我们将对 2023 年业绩表现较优且投资策略具有一定特色的债券基金经理进行简要介绍。

**图45 主动债券开放式基金 2023 年收益率分布**


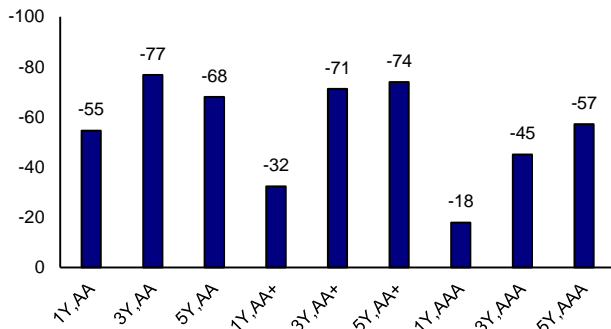
注：多份额基金保留单一份额；不包含摊余成本法债基。

资料来源：海通证券研究所

### 3.1 积极的信用策略：陈黎

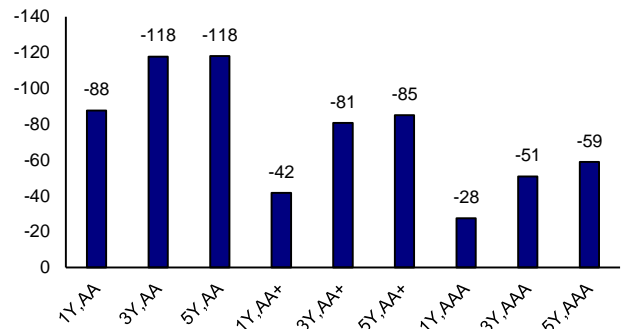
2023年,信用债表现优于利率债。全年,3年期AA+级企业债到期收益率下行71BP。信用债内部,整体来看长久期、低等级个券表现更优。此外,化债政策驱动下城投债表现亮眼,全年3年期AA+级城投债到期收益率下行81BP,3年期AA级城投债到期收益率下行118BP。

图46 中债企业债到期收益率变动 (BP, 221231-231231)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图47 中债城投债到期收益率变动 (BP, 221231-231231)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

在此背景下,纯债基金中部分采用积极的信用策略、重仓城投债的产品业绩排名靠前。2023年收益排名前十的纯债基金中,根据季报披露的投资策略和五大重仓券数据,东兴兴瑞一年定开、汇安嘉汇、东方臻萃3个月定开债、财通兴利纯债12个月定开、东方臻选纯债、安信永宁一年定开等6只产品或在2023年对城投债有较高的投资比例,且部分产品进行了一定程度的信用下沉及挖掘。我们注意到上述产品中有4只为定开产品,因此相比每日开放的产品,基金经理对债券流动性的要求可适当放松,杠杆操作的空间也更大。此外,上述产品规模均较小,信用挖掘策略可对组合有较高的收益贡献。

表 28 2023 年收益排名前十的纯债债券型基金

基金代码	基金简称	成立日	基金经理	收益率 (%)	波动率 (%)	规模 (亿元, 20231231)
007769	东兴兴瑞一年定开	20190906	司马义买买提	11.89	0.73	19.35
005446	鑫元广利定期开放	20171213	赵慧	9.28	1.42	8.14
003742	汇安嘉汇	20161202	王作舟,金鸿峰	9.09	1.10	12.57
009461	东方臻萃3个月定开债	20200521	车日楠	9.07	0.65	5.49
008678	财通兴利纯债12个月定开	20191224	张婉玉	8.33	0.85	9.04
007212	山西证券裕泰3个月定开	20190530	蓝烨	7.72	0.67	18.74
010353	南方崇元	20210331	杜才超	7.47	1.44	12.37
000116	嘉实丰益纯债	20130521	程剑,闵锐	7.47	0.75	10.20
006212	东方臻选纯债	20180824	刘长俊	7.45	0.61	11.16
014448	安信永宁一年定开	20211216	宛晴	7.42	1.42	8.24

资料来源: Wind, 海通证券研究所

在采用积极的信用策略的基金经理中,我们注意到博时基金的陈黎在获取票息收益的基础上在杠杆、久期等方面也不失灵活性。陈黎女士2014年加入博时基金,投资管理年限近6年,基金经理在管纯债产品中,除博时富泽金融债和博时裕利纯债这两只主投金融债的产品外,其余产品最近一年收益均排名同类前20%。

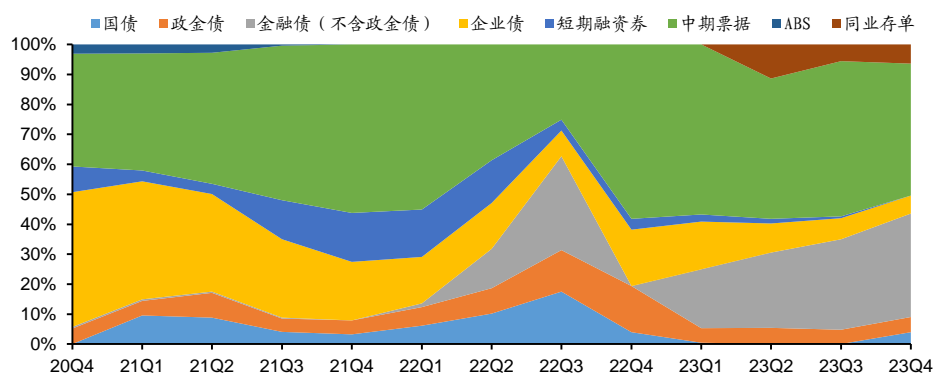
**表 29 陈黎在管纯债债券型基金 2023 年业绩表现 (2023 年)**

基金代码	基金简称	成立日	收益率 (%)	排名	年化波动率 (%)	规模 (亿元, 20231231)
003258	博时富祥纯债	20161110	5.29	198/1988	0.79	38.24
008411	博时富信纯债	20200305	5.25	208/1988	0.73	33.44
005820	博时富兴纯债 3 个月	20180412	5.14	242/1988	0.80	31.23
007996	博时富顺纯债	20191031	5.05	274/1988	0.79	15.31
016914	博时富泽金融债	20221128	3.01	1384/1988	0.66	20.18
002698	博时裕利纯债	20160509	2.35	1803/1988	0.61	60.21

资料来源: Wind, 海通证券研究所

以博时富祥纯债为例,产品在 2023 年较为优秀的业绩表现主要有以下两方面的原因: 1) 组合的信用策略较为积极,基金经理通过参与各类信用品种的投资为组合贡献稳定的票息收益。根据基金 2023 年中报披露的质押券数据(2023 年中报披露的质押券占基金资产净值比例为 32.14%,不能代表基金的全部持仓,故以下分析仅供参考),在信用债内部,组合对产业债、城投债及商业银行次级债的配置比例较为均衡,其中产业债主要为建筑、交运等行业的国企主体,包含部分主体评级为 AA+ 的个券;城投债地区分布较为广泛,包括江苏、湖南、湖北、山西、新疆等省份,其中江苏地区有下沉至区县级,其余省份均为市级平台,个券隐含评级均为 AA(2)或 AA 级;商业银行次级债方面,基金经理主要投资六大国有银行的二级资本债和永续债。2) 基金经理阶段性的高杠杆对组合有一定收益贡献。2023 年二季度资金面均衡偏松,债市整体上涨,二季度末组合杠杆率提升至 131%,其余各季度末组合杠杆率均在 110%-115%之间。

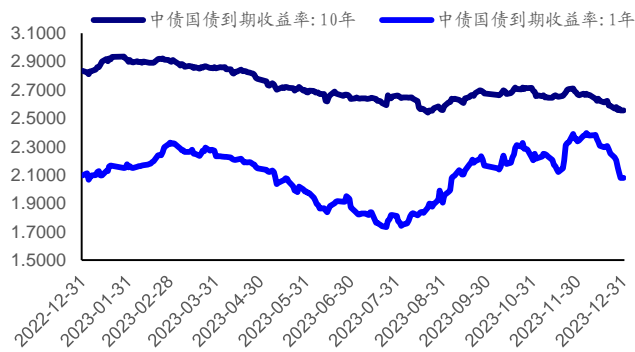
整体来看,基金经理陈黎在纯债产品管理上较为均衡和全面,以信用债票息策略为主要投资策略,积极参与城投、产业、二永等各类券种的投资,追求适度的票息收益。此外,基金经理在杠杆和久期方面也有一定的灵活度,产品杠杆水平中等,在市场行情较好时基金经理会阶段性调高杠杆率;利率波段方面以小仓位参与为主。

**图 48 博时富祥纯债债券种结构 (20Q4-23Q4)**


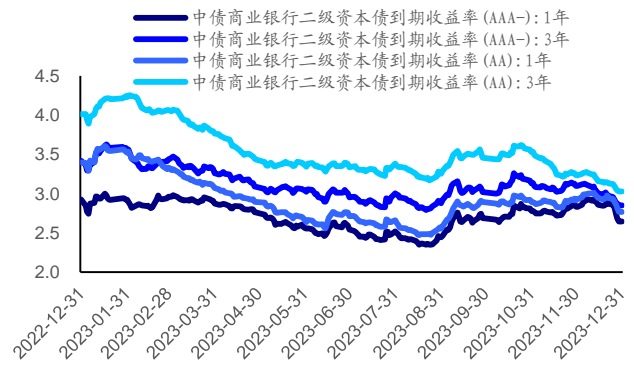
资料来源: Wind, 海通证券研究所

### 3.2 灵活的交易策略: 宋倩倩

除信用债之外,2023 年,利率债及二级资本债等类利率品种也有不错的表现。全年,1 年期国债到期收益率最大下行幅度达 60BP,10 年期国债到期收益率最大下行幅度达 39BP;3 年期 AAA-级商业银行二级资本债到期收益率最大下行幅度达 83BP,3 年期 AA 级商业银行二级资本债到期收益率最大下行幅度达 122BP。

**图49 2023 年国债到期收益率走势**


资料来源: Wind, 海通证券研究所

**图50 2023 年商业银行二级资本债到期收益率走势**


资料来源: Wind, 海通证券研究所

利率较大幅度的波动为波段交易提供了空间, 我们注意到, 部分基金经理在纯债组合的管理中采用较为灵活的交易策略, 取得了较优的业绩表现。例如, 广发基金的宋倩倩女士在管的纯债产品广发纯债和广发景宁纯债 2023 年收益均排名同类前 10%, 表现优秀。根据公开资料显示, 广发纯债以 3 年内高等级信用债作为底仓, 使用交易策略进行收益增强, 其中交易策略包括高等级信用利差交易和利率价差交易。

**表 30 宋倩倩在管纯债债券型基金 2023 年业绩表现 (2023 年)**

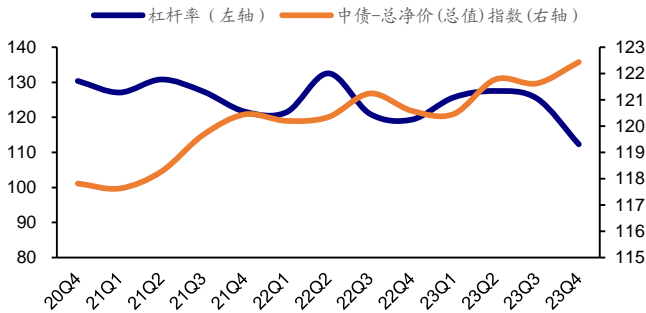
基金代码	基金简称	成立日	收益率 (%)	排名	年化波动率 (%)	规模 (亿元, 20231231)
270048	广发纯债	20121212	5.80	109/1988	1.02	148.80
000037	广发景宁纯债	20200422	5.61	133/1988	0.89	99.34
006504	广发汇承定期开放	20181019	3.16	1252/1988	0.87	0.52
013206	广发汇宜一年定开	20211027	2.87	1496/1988	0.77	35.04

资料来源: Wind, 海通证券研究所

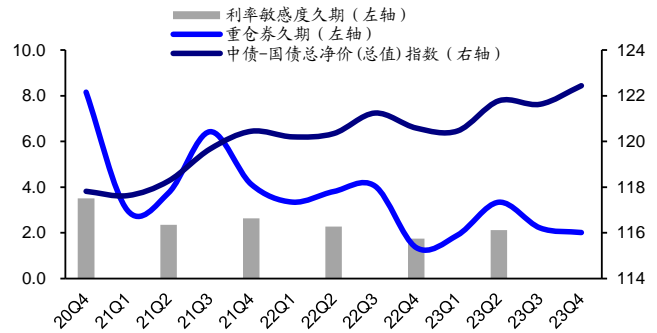
注: 仅展示基金经理 2023 年 1 月 1 日之前任职的产品。

具体来看, 我们认为 2023 年广发纯债较为优秀的业绩表现主要有以下三方面的原因: 1) 基金经理维持了中等偏高的杠杆水平, 实现了收益增厚。2023 年一季度末至三季度末, 组合杠杆率均在 125% 左右, 四季度, 随着债市利率的进一步下行, 基金经理进行了小幅度的止盈操作, 组合杠杆率降低至 112%。2) 基金经理通过买卖交易把握细分券种的投资机会。例如, 从重仓券看, 2023 年二季度基金经理买入了一定比例的银行永续债, 并于 2023 年三季度进一步加仓, 在此期间银行永续债利差整体压缩, 四季度, 基金经理对持仓中的银行永续债进行卖出止盈。3) 基金经理主要配置信用债, 2022 年末至 2023 年末, 组合平均信用债仓位 110%, 因此能在全年信用利差压缩的行情中受益。

整体来看, 基金经理宋倩倩在纯债产品的管理中主要以交易策略进行收益增强, 但风格较为稳健, 杠杆和久期以低频、小幅度的调整为主。券种方面主要投资中高等级信用债, 对产业、城投、二永等品种均有参与, 且会积极交易把握利差变动的行情。

**图51 广发纯债杠杆率变动 (20Q4-23Q4)**


资料来源: Wind, 海通证券研究所

**图52 广发纯债久期变动 (年, 20Q4-23Q4)**

 注: 利率敏感度久期通过基金半年报和年报披露的利率风险敏感性分析相关数据计算; 重仓券久期根据季报披露的五大重仓券久期计算。  
 资料来源: Wind, 海通证券研究所

### 3.3 量化固收+策略: 蔡振

2023年,在权益市场整体下行的背景下,含权债基整体业绩表现不佳,在此背景下,我们注意到部分在组合管理中融入量化策略的基金取得了较优的业绩表现。我们将现任基金经理履历中含有“量化”、“数量投资”、“金融工程”等关键词的基金定义为量化基金。截至2023年12月31日,465只偏债债券型基金中有53只量化基金;478只纯债债券型基金中有37只量化基金。2023年,采用量化策略的含权债基收益整体高于非量化基金,例如,全部偏债债券型基金2023年收益率的均值为0.59%,中位数为0.68%,而采用量化策略的偏债债券型基金2023年收益率的均值为1.14%,中位数为0.97%。

在采用量化策略的偏债债券型基金中,业绩排名最靠前的是招商基金蔡振管理的产品。蔡振于2014年7月加入招商基金量化投资部,曾任ETF专员、研究员,主要进行量化投资策略的研究。2023年,蔡振在管的4只偏债债券型基金中有3只产品收益率在5%以上,最大回撤在2%以下,业绩表现优秀。

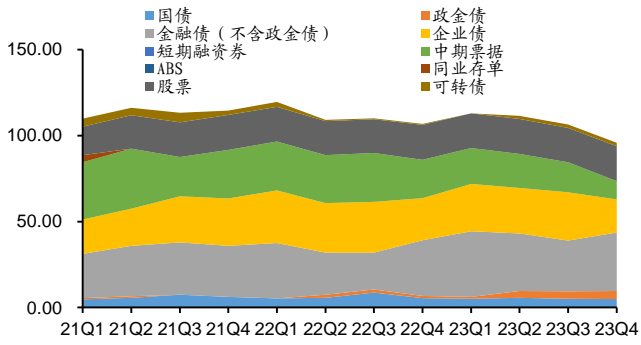
**表 31 蔡振在管偏债债券型基金 2023 年业绩表现 (2023.01.03-2023.12.29)**

基金代码	基金简称	成立日	现任基金经理	收益率 (%)	排名	最大回撤 (%)	规模 (亿元, 20231231)
010430	招商安阳	20201104	尹晓红, 蔡振	6.46	14/864	-1.66	18.90
016513	招商安嘉	20220920	蔡振	6.16	18/864	-1.57	17.04
217024	招商安盈	20180922	尹晓红, 蔡振	5.48	27/864	-1.90	46.79
014887	招商安福 1 年定开	20220118	王娟娟	2.13	229/864	-2.66	39.83

 注: 基金经理于 2024 年 3 月 26 日卸任招商安福 1 年定开。  
 资料来源: Wind, 海通证券研究所

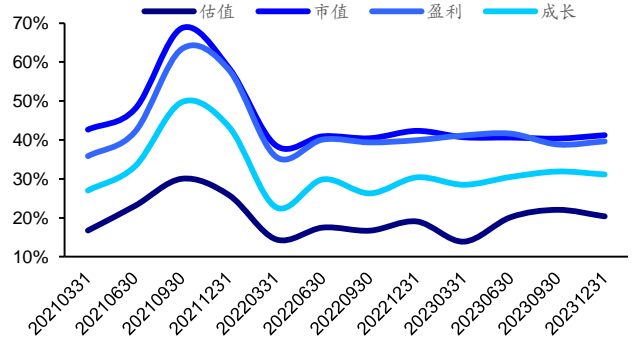
以招商安阳为例,基金经理在大类资产配置上基本不进行择时操作。2023年各季报期,产品股票仓位稳定在20%,可转债仓位均在3%以下。股票投资策略方面,基金经理将量化模型与主观决策相结合,根据基金年报信息,2023年产品主要在消费、周期、红利等板块进行均衡配置,对成长板块的参与度低。持股风格方面,2023年产品持仓股票的市值分位点在40%左右,说明基金经理主要持有中小市值个股;估值分位点在20%左右,表明基金经理偏好低估值个股;盈利分位点和成长分位点均较低,分别在40%左右和30%左右。整体来看,基金经理股票投资风格偏小盘价值。此外,产品持股数量较少、换手率低。纯债投资方面,产品以高等级信用债为底仓,从季报重仓券数据看基金经理对商业银行二级资本债的配置比例较高。在此基础上,基金经理进一步通过杠杆和久期的调整实现收益增厚。2023年各季报期,组合杠杆率在105%至120%之间,久期在2年附近小幅波动。

图53 招商安阳各类资产仓位(%, 21Q1-23Q4)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图54 招商安阳持仓股票风格分位点(21Q1-23Q4)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

## 4. 风险提示

本报告为对公开信息的客观点评, 所涉及的基金公司和基金产品不构成投资建议。

## 信息披露

### 分析师声明

倪韵婷	基金评价与研究团队
谈鑫	基金评价与研究团队
谭实宏	基金评价与研究团队
章画意	基金评价与研究团队

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。