

2024年06月25日

证券研究报告·金融工程专题报告

基金研究系列-基金优选系列之七十二



西南证券  
SOUTHWEST SECURITIES

# 长信基金张子乔：注重自下而上，均衡策略深耕成长

## 摘要

### ● 基金经理简介

**基金经理张子乔**，英国帝国理工学院金融学硕士毕业，具有基金从业资格。曾任职于东证融汇证券资产管理有限公司，2016年加入长信基金管理有限责任公司，历任研究员、基金经理助理和长信先机两年定期开放灵活配置混合型证券投资基金的基金经理，现任长信增利动态策略混合型证券投资基金、长信改革红利灵活配置混合型证券和长信乐信投资基金的基金经理。

**投资理念：**主要通过均衡仓位配置和精细选股，重点关注具有中期产业逻辑、盈利持续增长的成长型资产以及具备对冲效应的稳定资产。组合策略包括对冲类资产、中期产业逻辑资产、事件博弈资产和顺周期资产。注重选股赔率和胜率的平衡，选择那些处于产业成长初期且盈利增长前景明确的公司，并在市场不确定时进行仓位调整和止损控制，以降低回撤风险，实现组合的稳定增值。

### ● 代表基金——长信增利策略（519993.OF）

**产品简介：**长信增利动态策略混合产品成立于2006年11月9日，为偏股混合型基金。基金经理张子乔自2021年1月18日开始管理，当前规模2.7亿元。张子乔管理期间，基金规模总体上呈下降趋势，近年来较为稳定。

**业绩表现：**从绝对收益来看，截至2024年6月5日，任期总回报-31.76%。从相对收益来看，截至2024年6月5日，任职相对沪深300超额收益为0.99%，相对偏股混合超额收益达-3.09%，长期业绩表现成波动态势。回撤控制方面，截至2024年6月5日，在基金经理任职期间，最大回撤为48.52%，累计滚动回撤控制为-37.01%，有较强防守性和弹性。

**行业配置：**板块配置从集中化走向均衡化，以成长型为核心。基金经理张子乔特别关注医药、军工、科技板块，以及供需格局良好且受下游驱动的非消费力板块。在个股配置上，张子乔偏好大盘成长股，同时注重估值控制以减少回撤风险，其投资风格逐渐向价值投资转变。基金的行业集中度逐步降低，实现了风险和收益的平衡。张子乔在任职期间展现出优秀的行业比较能力和选股能力，基金重仓股超额收益显著，超额胜率高。

**风险提示：**本报告结论完全基于公开的历史数据进行统计、测算，文中部分数据有一定滞后性，同时存在第三方数据提供不准确风险；对基金产品和基金管理人的研究分析结论并不预示其未来表现，也不能保证未来的可持续性，亦不构成投资收益的保证或投资建议；产品的表现受宏观环境、行业基本面超预期变动、市场波动、风格转换等多重因素影响，存在一定波动风险，投资者需充分认知自身风险偏好以及风险承受能力，基金有风险，投资需谨慎。

## 西南证券研究发展中心

分析师：郑琳琳

执业证号：S1250522110001

电话：13127711820

邮箱：zhengll@swsc.com.cn

联系人：缪金瑾

电话：13761362288

邮箱：mjj@swsc.com.cn

## 相关研究

- 广发基金张东一：三维精选优质标的，“核心-卫星”策略攻守兼备（2024-06-25）
- “平衡+高频”行业轮动赋能指数增强——华商基金海洋：锚定偏股混合基金指数（2024-06-20）
- 智慧迭代Alpha模型，精准风控引领稳健收益——博时基金指数增强ETF系列（2024-06-18）
- 由日本股汇负相关引发的日股定价探讨——日股量化择时模型构建（2024-06-18）
- 中邮基金陈梁：锚定资产负债比，掘金高质量核心资产（2024-06-11）
- 华商基金伍文友：洞察行业趋势，立足景气挖掘质量（2024-06-03）
- 中邮基金王瑶：立足产业周期，捕捉科技新兴机会（2024-06-03）
- 审时度势：趋势共振量化大小盘风格轮动策略（2024-05-23）
- “H+AI”赋能国企投资，“指数+”产品独树一帜——信澳国企智造（021333.OF）产品分析（2024-05-15）
- 换手率因子在股债中的差异性与增强作用——量化方法在债券研究中的应用二（2024-04-03）

## 目 录

<b>1 基金经理张子乔</b> .....	<b>1</b>
1.1 基金经理基本信息.....	1
1.2 基金经理投资框架.....	2
<b>2 代表基金——长信增利策略（519993.OF）</b> .....	<b>3</b>
2.1 基本信息：规模稳定，以个人投资者为主.....	3
2.2 业绩表现：下跌行情中防守稳健.....	3
2.3 资产配置：长期较高仓位运行.....	5
2.4 行业板块配置：均衡偏成长，灵活分散市场风险.....	6
2.5 个股配置：成长均衡，估值平衡；大盘稳固，中小灵活.....	8
2.6 操作风格：持股数量波动小，分散度较高.....	11
2.7 业绩归因分析：精选个股超额收益表现亮眼.....	14
2.8 风格归因分析：专注科技赛道，相对中证 800 超配医药板块.....	15
2.9 投资交易能力：具备一定调仓换股能力.....	16
<b>3 风险提示</b> .....	<b>16</b>
<b>4 附录</b> .....	<b>17</b>

## 图 目 录

图 1: 基金经理管理规模.....	1
图 2: 基金规模变化.....	3
图 3: 基金持有人结构变化.....	3
图 4: 基金相对沪深 300 超额收益.....	4
图 5: 基金相对偏股混合超额收益.....	4
图 6: 基金累计收益与滚动回撤图.....	4
图 7: 基金在不同涨跌区间与中证 800 走势对比.....	5
图 8: 基金资产配置.....	5
图 9: 行业风格板块配置 (%).....	6
图 10: 各报告期行业配置 (%).....	7
图 11: 行业集中度.....	7
图 12: 行业偏好 (各报告期前五大重仓行业) (%).....	8
图 13: 持股成长风格占比 (%).....	9
图 14: 持股估值风格占比 (%).....	9
图 15: 持股市值风格占比 (%).....	9
图 16: 持股盈利风格占比 (%).....	9
图 17: 重仓股季度加权平均超额收益.....	10
图 18: 重仓股抱团广度.....	10
图 19: 重仓股抱团深度 (净值占比).....	10
图 20: 非打新股持股数量 (只数).....	11
图 21: 持股集中度 (季报数据).....	12
图 22: 基金换手率.....	12
图 23: 基金重仓股稳定性.....	13
图 24: 最新季报重仓股历史持有情况 (%).....	13
图 25: 单期 Brinson 分解结果.....	14
图 26: Brinson 各行业的超额收益情况.....	15
图 27: 板块超低配风格分析结果 (%).....	15
图 28: 行业超低配风格分析结果 (%).....	16
图 29: 实际净值与模拟组合 (每半年).....	16
图 30: 实际净值与模拟组合 (整体).....	16

## 表 目 录

表 1: 基金经理在管产品一览.....	1
表 2: 基金经理在管产品增利仓位配置一览.....	2
表 3: 长信增利策略基本信息.....	3
表 4: 基金在不同涨跌区间涨跌及排名.....	5
表 5: 基金经理任职期间单期重仓股表现.....	11
表 6: 板块与中信一级行业分类对应.....	17
表 7: 风格划分类型及对应因子.....	17
表 8: 因子分位数与对应风格标签.....	18

# 1 基金经理张子乔

## 1.1 基金经理基本信息

**基金经理张子乔**，英国帝国理工学院金融学硕士毕业，具有基金从业资格。曾任职于东证融汇证券资产管理有限公司，2016 年加入长信基金管理有限责任公司，历任研究员、基金经理助理和长信先机两年定期开放灵活配置混合型证券投资基金的基金经理，现任长信增利动态策略混合型证券投资基金、长信改革红利灵活配置混合型证券和长信乐信投资基金的基金经理。

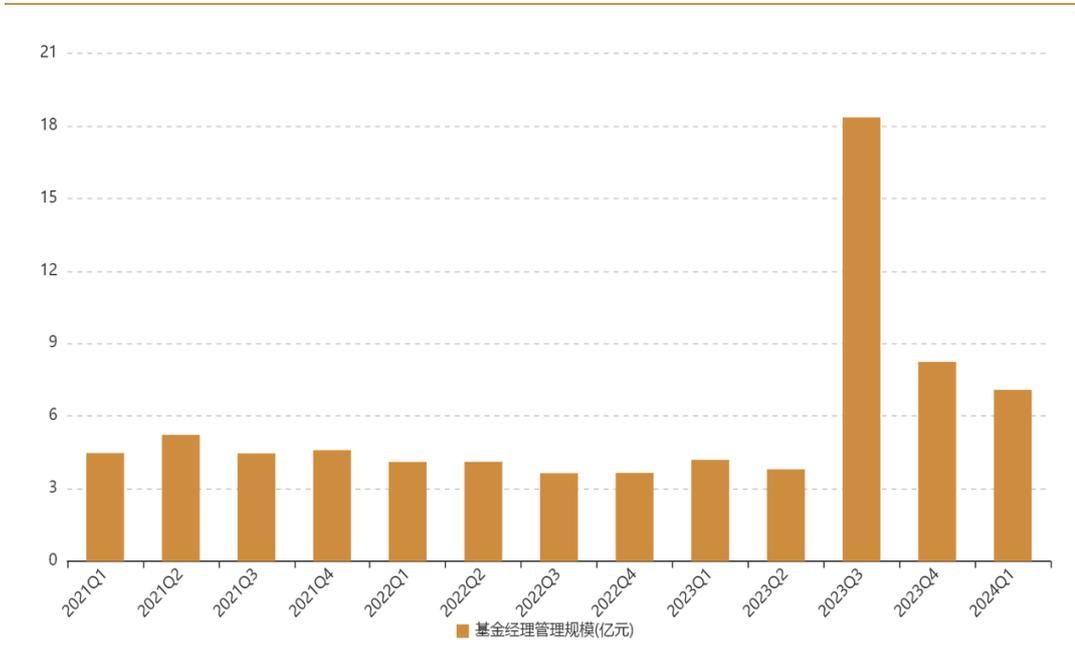
**投资理念：**强调通过均衡的仓位分配和精细的选股策略，在不同市场环境中实现稳健增长。注重选股的赔率与胜率的平衡，结合对冲类资产、中期产业逻辑资产、事件博弈资产和顺周期资产，以实现高收益和低回撤的目标。

表 1：基金经理在管产品一览

基金代码	基金简称	基金成立日	投资类型(二级)	基金规模合计(亿元)	现任基金经理	张子乔任职日期	任职年化收益(%)	任职最大回撤(%)
519993.OF	长信增利策略	2006-11-09	偏股混合型基金	2.7	张子乔	2021-01-18	-11.08	-48.52
519971.OF	长信改革红利	2014-08-06	灵活配置型基金	0.06	张子乔	2022-03-14	-2.82	-29.42
004608.OF	长信乐信 A	2017-12-07	灵活配置型基金	4.31	张子乔程放	2023-03-17	-1.11	-5.32

数据来源：万得，西南证券整理，数据截至 2024 年 6 月 5 日

图 1：基金经理管理规模



数据来源：万得，西南证券整理，数据截至 2024 年 6 月 5 日

## 1.2 基金经理投资框架

**投资思路：**组合净值=仓位分配×选股×[卖出时点-买入时点]。

1) 仓位分配：通过均衡配置来对冲回撤风险，通过各个板块选股来获得超额收益。

2) 选股：根据市场规模、增速、渗透率、格局、驱动力等进行大体的行业评估。选股重赔率+胜率，个股自下而上深入研究后辨别所处位置。

3) 回撤控制：通过资产配置多样化、严谨的买入决策、基本面和估值止盈止损，以及定量止损等策略，动态调整仓位和增加换手率，以在获取高收益的同时尽量降低回撤。

**投资方向：**

基于对当前经济基本面预期偏弱，因此采取红利+上游+AI 的配置格局，并积极寻找边际改善的子行业如光伏、风电、机器人、半导体、军工。

主要集中在高赔率和高胜率的成长股，并注重挖掘具有边际改善的细分子行业。选股策略强调优选收入和净利润增速快于行业平均、且处于关键增长阶段（从 0 到 1 或从 1 到 10）的企业，同时重视景气度高且有短期催化因素的成长股。在买入决策中，强调对赔率的评估和胜率的把握，力求在高赔率的基础上提高胜率。

关注 ToB 且与美国经济无关的出口行业，如工程机械和高端制造，也看好在消费不景气的情况下，有潜力的消费品公司和国企改革带来的经营能力和盈利性改善机会。同时特别关注供需格局良好且下游驱动非消费类的医药和军工板块的底部反弹机会。

**表 2：基金经理在管产品增利仓位配置一览**

	对冲类资产	中期逻辑/产业趋势 EPS 兑现类资产	事件博弈弹性类资产	顺周期资产
仓位	15%	45%	15%	15%
代表个股	船舶 公用事业 猪	石头科技 东鹏饮料 佐力药业 纽威股份 三星医疗 健盛集团 AI	泰格医药 迪哲医药 国药一致 同仁堂 北方导航	徐工机械 伟星新材 老白干酒 万华化学

数据来源：长信基金，西南证券整理

## 2 代表基金——长信增利策略（519993.OF）

### 2.1 基本信息：规模稳定，以个人投资者为主

长信增利动态策略混合产品成立于 2006 年 11 月 9 日，为偏股混合型基金。本基金对上市公司股票按照价值型与成长型进行风格划分，通过对证券市场未来走势的综合研判灵活配置两类风格的股票，从而在风险适度分散并保持组合流动性的基础上超越比较基准，获得长期增值回报。基金经理张子乔自 2021 年 1 月 18 日开始管理，当前规模 2.7 亿元。

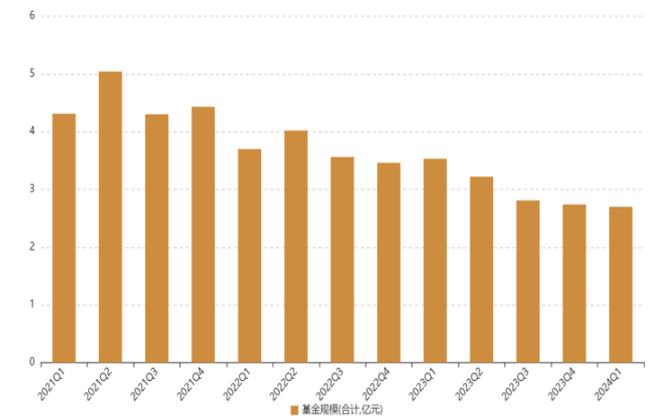
表 3：长信增利策略基本信息

基金代码	基金简称	业绩比较基准	基金类型（二级）	申购赎回状态
519993.OF	长信增利动态策略混合	沪深 300 指数收益率*70% +上证国债指数收益率*30%	偏股混合型基金	开放申购 开放赎回
基金成立日	任职日期	任职总回报（%）	任期回报排名	相对比较基准超额收益（%）
2006-11-09	2021-01-18	-31.76	877/1518	-8.72

数据来源：万得，西南证券，数据截至 2024 年 6 月 12 日

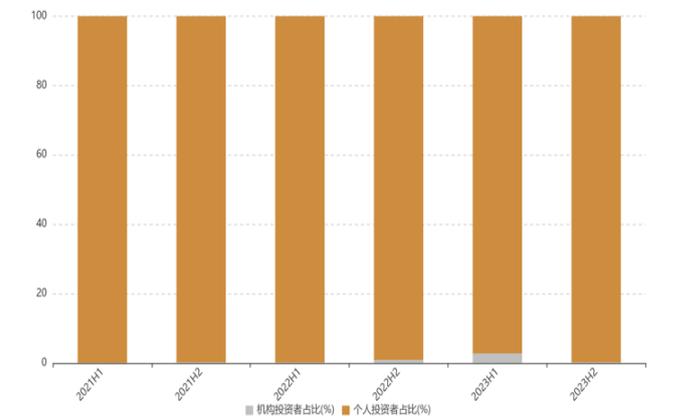
整体上看，张子乔管理期间，基金规模总体上呈下降趋势，近年来较为稳定。截至 2024 年 Q1，基金最新规模达 2.7 亿元。张子乔管理期间，基金持有人中个人投资者占比占绝对多数并多数稳定在 99% 以上，截至 2023 年 H2 个人投资者占比高达 99.79%。

图 2：基金规模变化



数据来源：万得，西南证券整理，数据截至 2024 年 6 月 5 日

图 3：基金持有人结构变化

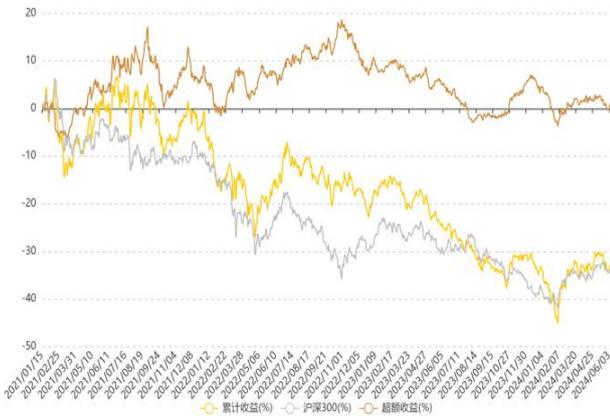


数据来源：万得，西南证券整理，数据截至 2024 年 6 月 5 日

### 2.2 业绩表现：下跌行情中防守稳健

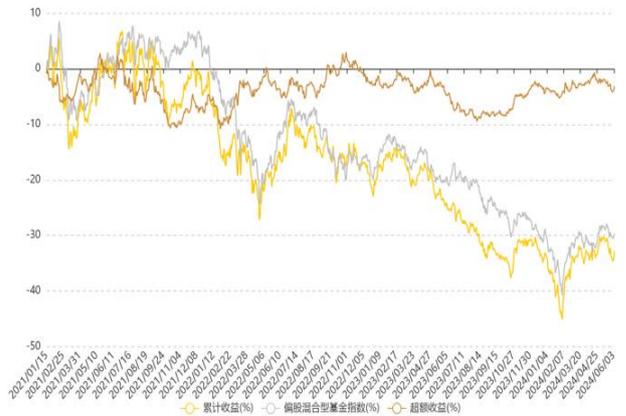
从绝对收益来看，截至 2024 年 6 月 5 日，任期总回报 -31.76%。从相对收益来看，截至 2024 年 6 月 5 日，任职相对沪深 300 超额收益为 0.99%，相对偏股混合超额收益达 -3.09%，长期业绩表现成波动态势。

图 4：基金相对沪深 300 超额收益



数据来源：万得，西南证券整理，数据截至 2024 年 6 月 5 日

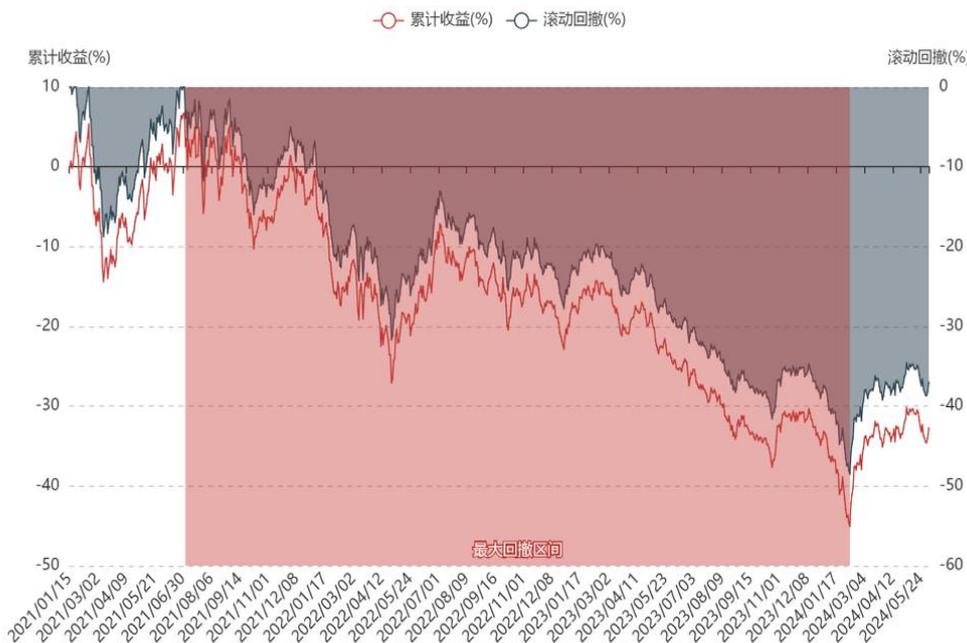
图 5：基金相对偏股混合超额收益



数据来源：万得，西南证券整理，数据截至 2024 年 6 月 5 日

回撤控制方面，截至 2024 年 6 月 5 日，在基金经理任职期间，最大回撤为 48.52%，最大回撤区间为 2021 年 7 月 2 日至 2024 年 2 月 5 日。截至 2024 年 6 月 5 日，累计滚动回撤控制为 -37.01%。

图 6：基金累计收益与滚动回撤图



数据来源：万得，西南证券整理，数据截至 2024 年 6 月 5 日

从市场行情划分区间来看，该产品在 2021 年 2 月 18 日至 2022 年 10 月 28 日的下跌行情区间中，相对同类平均超额收益为 3.78%，排名同类产品前 34.78%，在 2022 年 10 月 28 日至 2023 年 6 月 30 日的下跌行情区间中，相对同类平均超额收益为 -9.03%，排名同类产品前 83.66%，在 2023 年 6 月 30 日至 2024 年 2 月 5 日的下跌行情区间中，相对同类平均超额收益为 0.31%，排名同类产品前 47.62%；2021 年 1 月 18 日至 2021 年 2 月 18 日的上涨行情区间中，相对同类平均超额收益 -5.94%，排名同类产品前 90.51%，在

2024年2月6日至2024年6月4日的上涨行情区间中，相对同类平均超额4.08%，排名同类产品前25.84%。基金经理在在市场下行环境中表现出较好的防御性。

图 7：基金在不同涨跌区间与中证 800 走势对比



数据来源：万得，西南证券整理，数据截至2024年6月5日

表 4：基金在不同涨跌区间涨跌及排名

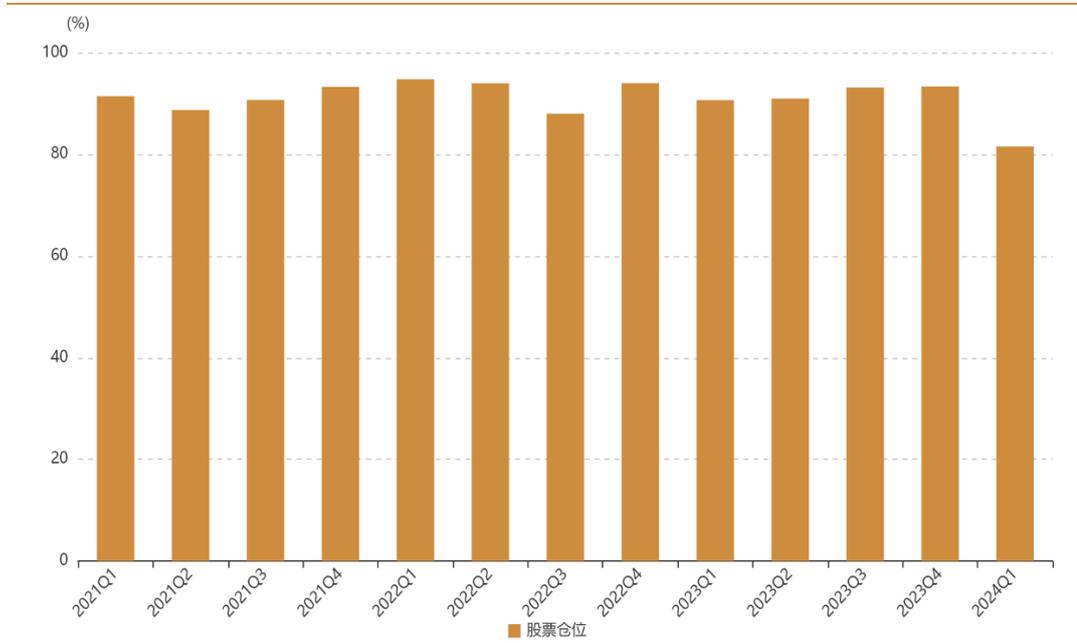
牛熊区间	区间涨跌幅(%)	同类平均(%)	同类排名	同类排名百分比(%)
2021-01-18 至 2021-02-18	1.51	7.45	1373/1517	90.51
2021-02-18 至 2022-10-28	-21.67	-25.45	569/1636	34.78
2022-10-28 至 2023-06-30	-10.54	-1.51	2796/3342	83.66
2024-02-06 至 2024-06-04	22.34	18.26	1093/4230	25.84

数据来源：万得，西南证券整理，数据截至2024年6月5日

## 2.3 资产配置：长期较高仓位运行

持仓数据显示，长信增利策略在张子乔任职至今整体保持较高仓位运行，整体保持在80%至95%区间内波动。在2021年Q1至2023年Q4区间，保持88%至95%区间的高仓位。2024年Q1仓位略下调至81.60%。

图 8：基金资产配置



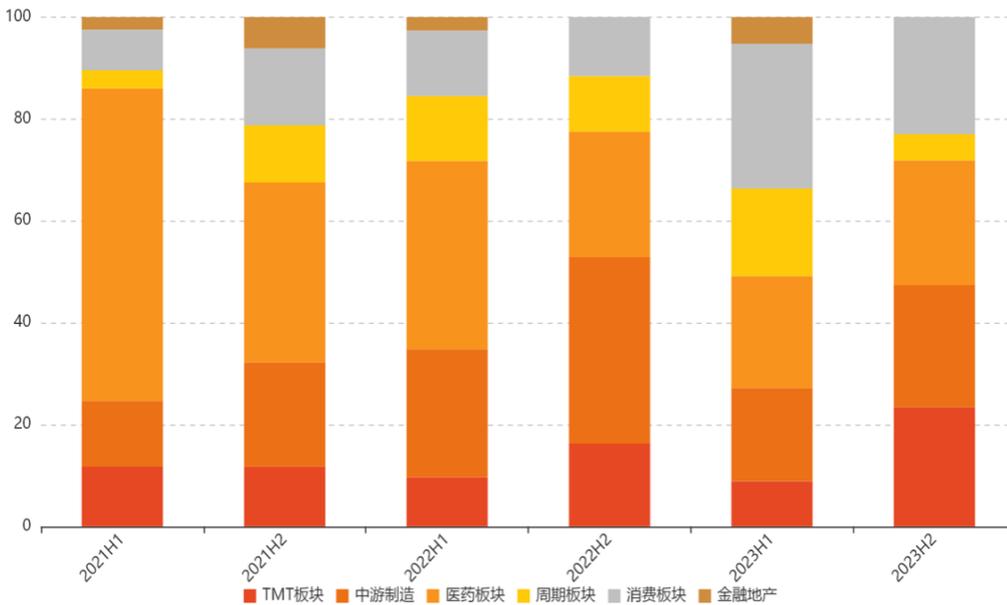
数据来源：万得，西南证券整理，数据截至2024年6月5日

## 2.4 行业板块配置：均衡偏成长，灵活分散市场风险

板块配置从集中化走向均衡化，以成长型为核心。基金经理张子乔毕业于英国帝国理工学院金融学硕士，进入金融行业后，着重研究医药行业，之后扩行业至偏成长类行业，擅长寻找需求驱动的个股和子行业。张子乔通过配置不同类型的资产来应对市场变化，分散风险。着重关注医药和军工板块，以及供需格局好且下游驱动非消费力的板块。持续增加配置科技板块，截止 2023 年 H2，配置比例达到 23.42%。并在近两年持续增加消费和 TMT 板块配置。

截至 2023 年 H2，基金最新的板块配置比例为 TMT 板块 23.42%、中游制造板块 23.96%、医药板块 24.48%、周期板块 5.14%、消费板块 23%，而并未配置金融地产板块。当前产品的子行业配置采取了均衡的仓位配置策略，并结合选股和买卖时点的精细化管理配置，风格偏向成长型，追求长期稳健收益。

图 9：行业风格板块配置 (%)



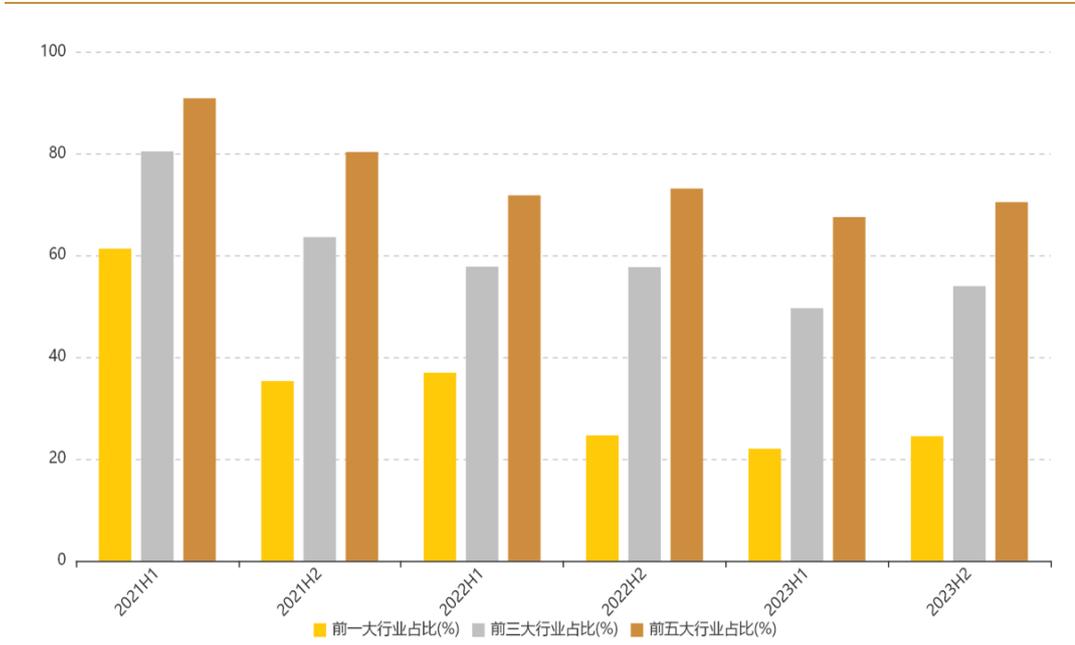
数据来源：万得，西南证券整理，数据截至 2024 年 6 月 5 日

行业配置策略聚焦于高景气度领域，通过精准调仓以实现行业优势的最大化。张子乔看好 ToB 出口、结构性机会、国企改革以及底部反弹板块，特别关注工程机械、医疗器械、新材料等行业。从历史各报告期披露的持仓数据来看，从 2021 年 H1 至今，基金经理稳定配置医药和电力设备及新能源行业，逐渐减配农林牧渔行业。最新一期的持仓配置行业较上一期有大幅度变动，主要增配食品饮料和家电行业，减配商贸零售及纺织服装行业。张子乔认为，在寻找成长股时要注重细分行业的景气度和大赛道，偏好那些景气逻辑长且市场空间大的行业，同时警惕在景气度向下时的大 beta 风险，强调短期催化对验证长期逻辑的重要性，尤其是业绩兑现和产品上市等事件。

**图 10：各报告期行业配置 (%)**


数据来源：万得，西南证券整理，数据截至 2024 年 6 月 5 日

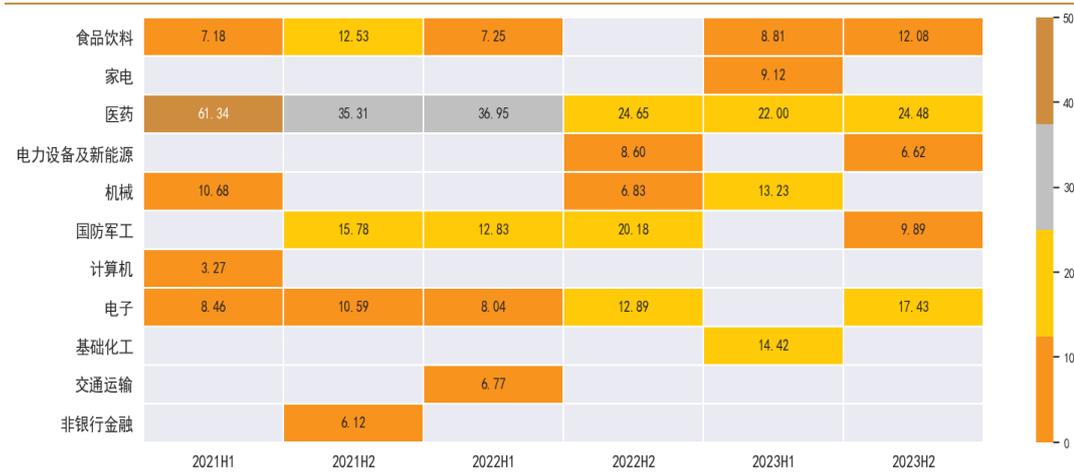
**行业集中度逐步降低。**长信增利策略行业集中度的前五大行业占比呈现先略微下降后趋于稳定趋势，2021 年 H1，基金的前五大行业占比为 90.93%，2021 年 H2，基金的前五大行业占比下降至 80.34%，并逐渐下降稳定至 70%左右，截至 2023 年 H2，基金的前五大行业占比为 70.50%，各大行业配置分散，实现风险和收益的平衡。

**图 11：行业集中度**


数据来源：万得，西南证券整理，数据截至 2024 年 6 月 5 日

纵观历史各期重仓行业数据来看，基金经理张子乔较为偏好食品饮料、医药及电子行业。以上行业长期配置期数均为 5 期及以上且配置比例较高。张子乔采取了红利+上游+AI 的配置格局。而由于指数有维稳需求，在大格局的前提下，同时积极寻找有边际改善的子行业进行轮动，如光伏、风电、机器人、半导体、军工等。红利部分，不选纯红利或者纯股息产品，而是选有供需格局逻辑或 ROE、PE 有提高空间的产品。

图 12：行业偏好（各报告期前五大重仓行业）（%）



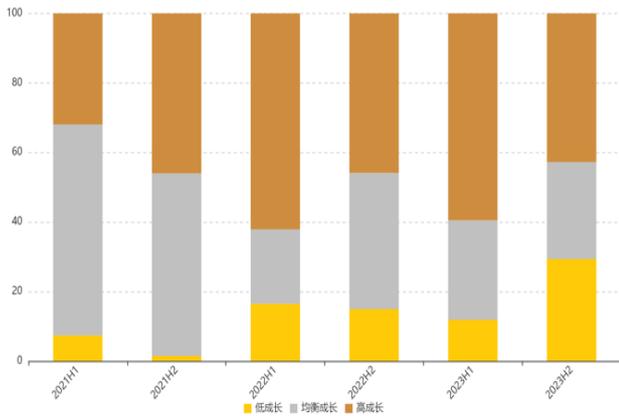
数据来源：万得，西南证券整理，数据截至 2024 年 6 月 5 日

## 2.5 个股配置：成长均衡，估值平衡；大盘稳固，中小灵活

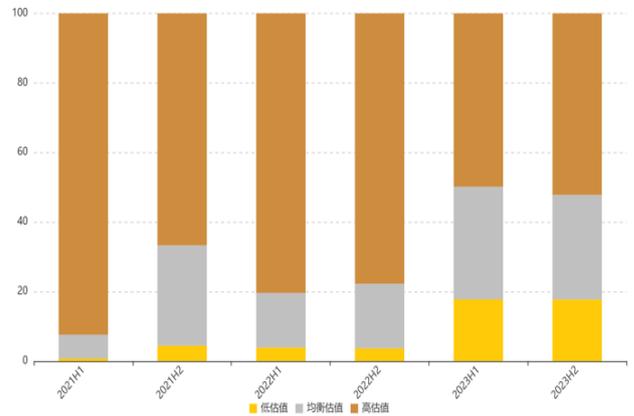
**投资风格多元化发展，盈利风格估值导向。**基金经理选股偏成长。结合组合净值、仓位分配、选股、卖出时点及买入时点多个维度进行个股选择。基金经理所持有的非打新股成长风格从均衡成长占多数逐步拓展至高成长比例波动提升，均衡成长平均配置从 2021 年 H1 的 60.73% 下降至 2023 年 H2 的 27.88%。基金经理在选股时注重估值以控制回撤，高估值股票持续高占比，均衡估值股票和低估值占比逐渐上升，最新一期中低估值和均衡估值占比总和达到 47.82%。

**大盘股主导地位稳固，中小盘股配置动态调整。**基金经理所配置的非打新股中，持仓股票始终以大盘风格为主。基金经理任期内，大盘股平均持仓占比高达 76.72%，小盘股与中盘股平均配置比例仅为 4.91% 和 18.37%。小中盘股配置比例配置趋势先成增长态势，但最新期略有减少，最新 2023 年 H2 中盘股配置比例达到 17.10%，小盘股配置比例达到 14.17%。

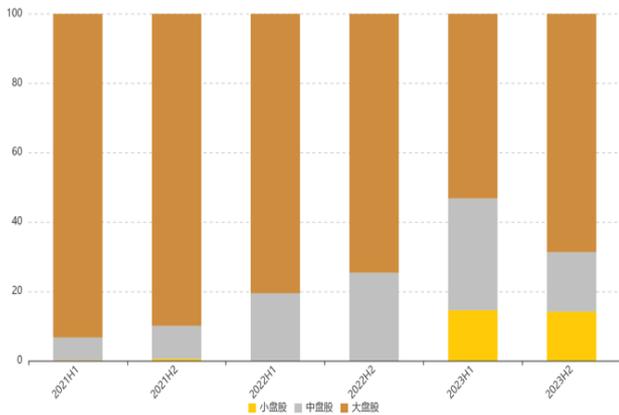
**盈利风格占比波动明显，高盈利质量占主导地位。**基金经理所配置的非打新股中，持仓股票始终以高盈利质量为主。基金经理任期内，高盈利质量平均持仓占比高达 67.07%，低盈利质量与均衡盈利质量平均配置比例仅为 14.21% 和 18.72%。高盈利质量配置比例呈下降趋势，低盈利质量配置比例逐渐上升，均衡盈利质量配置动态调整。截至 2023 年 H2，高盈利质量配置比例为 45.06%，均衡盈利质量配置比例达到 21.61%，低盈利质量配置比例达到 33.33%。

**图 13：持股成长风格占比 (%)**


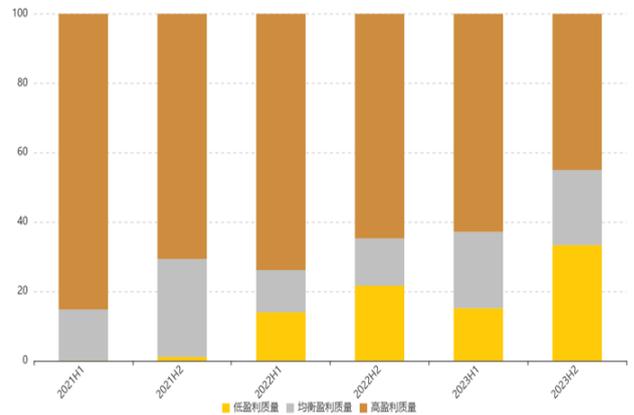
数据来源：万得，西南证券整理，数据截至 2024 年 6 月 5 日

**图 14：持股估值风格占比 (%)**


数据来源：万得，西南证券整理，数据截至 2024 年 6 月 5 日

**图 15：持股市值风格占比 (%)**


数据来源：万得，西南证券整理，数据截至 2024 年 6 月 5 日

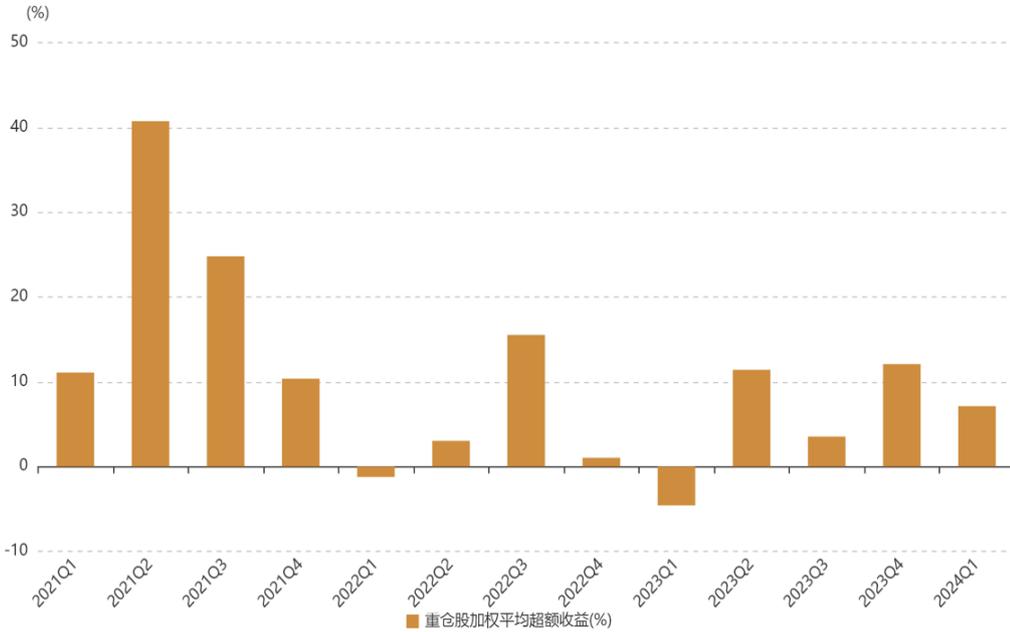
**图 16：持股盈利风格占比 (%)**


数据来源：万得，西南证券整理，数据截至 2024 年 6 月 5 日

基金重仓股超额收益显著，超额胜率较高。基金经理任职期间，基金重仓股超额收益显著，重仓股加权平均超额收益为 10.37%；重仓股超额胜率高达 84.62%。充分体现出基金经理除了具备优秀的行业比较能力，同时兼具较为优秀的选股能力。其中：

$$\text{重仓股超额胜率} = \frac{\text{重仓股加权平均超额收益为正极数}}{\text{总期数}} \times 100\%$$

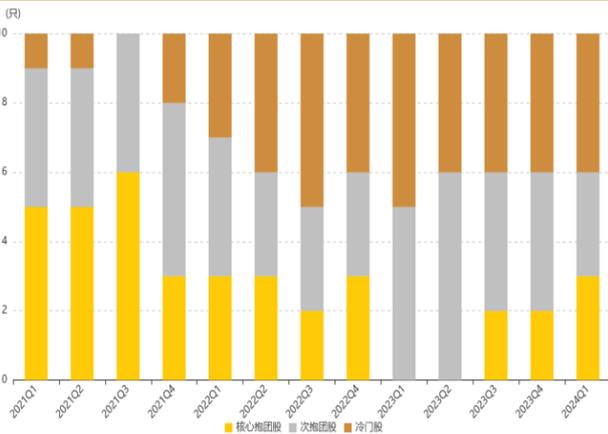
图 17：重仓股季度加权平均超额收益



数据来源：万得，西南证券整理，数据截至 2024 年 6 月 5 日

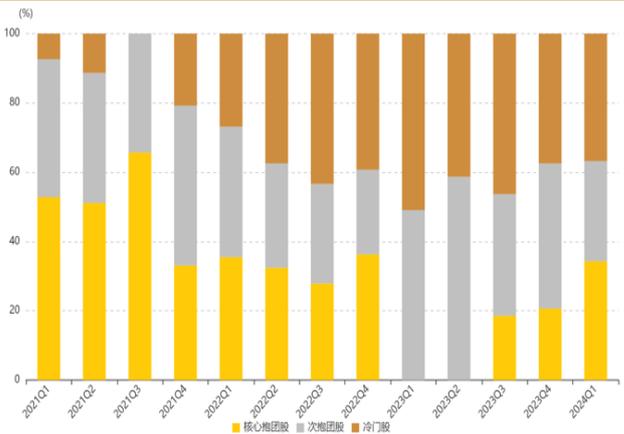
重仓股抱团程度先逐渐减弱后略有增强趋势，抱团股占比于 2024 年 Q1 下降至 3 只。从抱团广度（即前十大重仓股中核心抱团股的数量）和抱团深度（即前十大重仓股中核心抱团股的配置占比）两个角度来看，基金抱团现象于 2023 年 Q1 下降显著，数量与比例均下降至 0，于 2024 年 Q1 回升至 3 只，占比 34%。从张子乔任职以来，核心抱团股、次抱团股、冷门股占比有所波动，核心抱团股占比呈先下降后上升趋势，2021Q1-2023Q2 下降，2023Q3 以来又趋于上升。

图 18：重仓股抱团广度



数据来源：万得，西南证券整理，数据截至 2024 年 6 月 5 日

图 19：重仓股抱团深度（净值占比）



数据来源：万得，西南证券整理，数据截至 2024 年 6 月 5 日

具体到个股，基金经理任期内，重庆啤酒、天齐锂业、芯源微、科沃斯、东方证券等重仓个股单季度相较于中证 800 指数超额收益贡献较大。

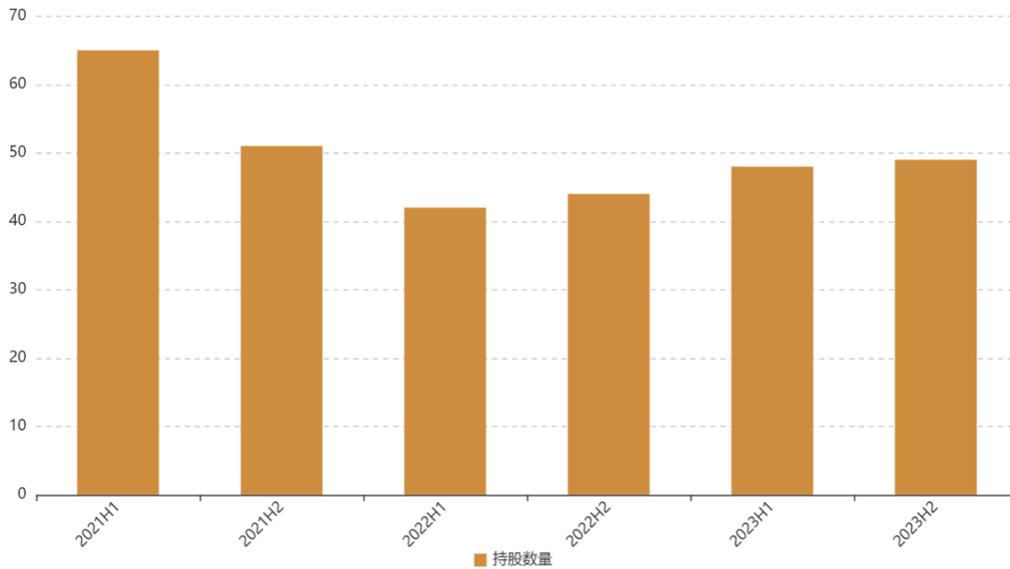
**表 5：基金经理任职期间单期重仓股表现**

报告期	中证 800 涨跌幅 (%)	股票代码	重仓股 涨跌幅 (%)	基金代码	股票简称	占比 (%)	重仓股季度 超额收益 (%)
2021-06-30	4.68	600132.SH	77.87	519993.OF	重庆啤酒	4.27	73.19
2021-09-30	-4.36	002466.SZ	63.79	519993.OF	天齐锂业	3.95	68.14
2022-09-30	-14.28	688037.SH	50.40	519993.OF	芯源微	2.94	64.68
2021-06-30	4.68	603486.SH	67.53	519993.OF	科沃斯	6.97	62.85
2021-09-30	-4.36	600958.SH	55.39	519993.OF	东方证券	4.23	59.75
2021-06-30	4.68	600763.SH	64.07	519993.OF	通策医疗	3.91	59.39
2023-06-30	-5.21	300856.SZ	49.00	519993.OF	科思股份	3.26	54.21
2021-06-30	4.68	688016.SH	56.93	519993.OF	心脉医疗	6.12	52.25
2021-06-30	4.68	300015.SZ	55.60	519993.OF	爱尔眼科	4.42	50.92
2023-12-31	-6.38	002840.SZ	44.17	519993.OF	华统股份	3.42	50.55

数据来源：万得，西南证券整理，数据截至 2024 年 6 月 5 日

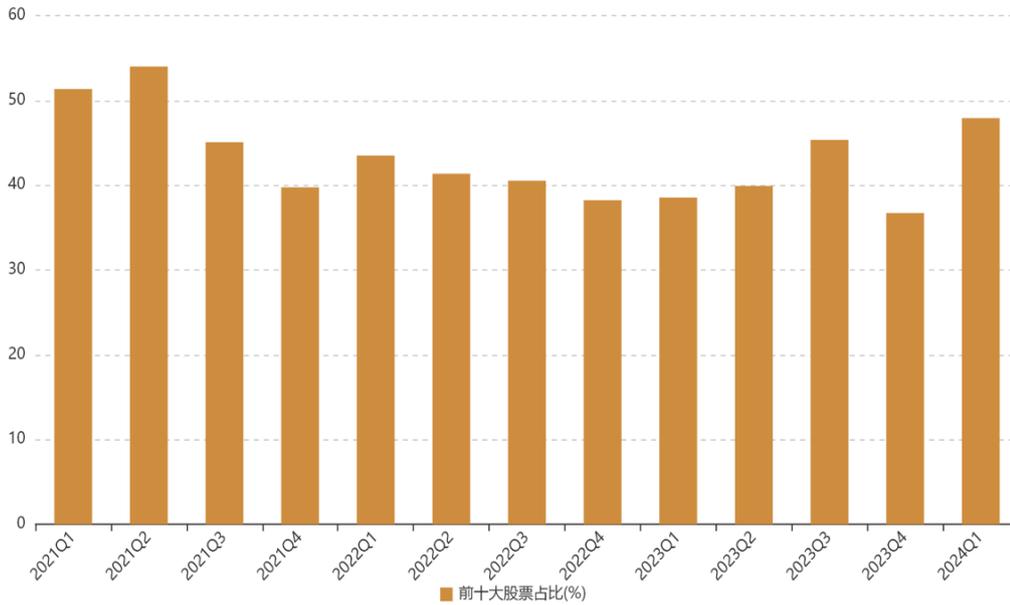
## 2.6 操作风格：持股数量波动小，分散度较高

持股数量逐渐减少，近期趋于稳定。基金经理张子乔任职期间，基金持股数量从 2021H1 的 65 支开始下降到 2021H2 的 51 支，2022H1 至 2023 年 H2 保持 40 只-50 只的范围内波动，截止 2023 年 H2，持股数量保持在 49 只。以持仓占比 0.1% 以上个股数量为基准，2021 年 H1 至今，基金经理非打新股配置数量平均为 50 只。

**图 20：非打新股持股数量（只数）**


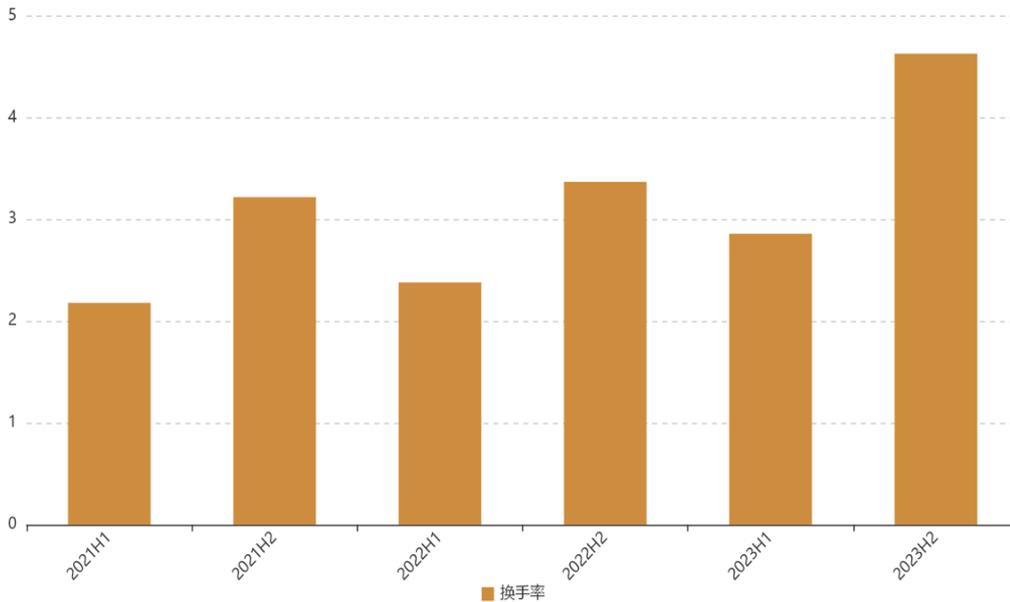
数据来源：万得，西南证券整理，数据截至 2024 年 6 月 5 日

持股集中度总体呈现波动趋势。基金经历任职期间，持股集中度在 2021 年第三季度达到高峰后有所下降，并在 2022 年第二季度再次上升，整体集中在约 40% 区间。期间，2021 年 Q2 持股集中度最高为 53.98%，2023 年 Q4 持股集中度最低为 38.71%。基金经理任职期间，前十大重仓股占比平均为 43.23%，持股集中度较高。

**图 21：持股集中度（季报数据）**


数据来源：万得，西南证券，数据截至 2024 年 6 月 5 日

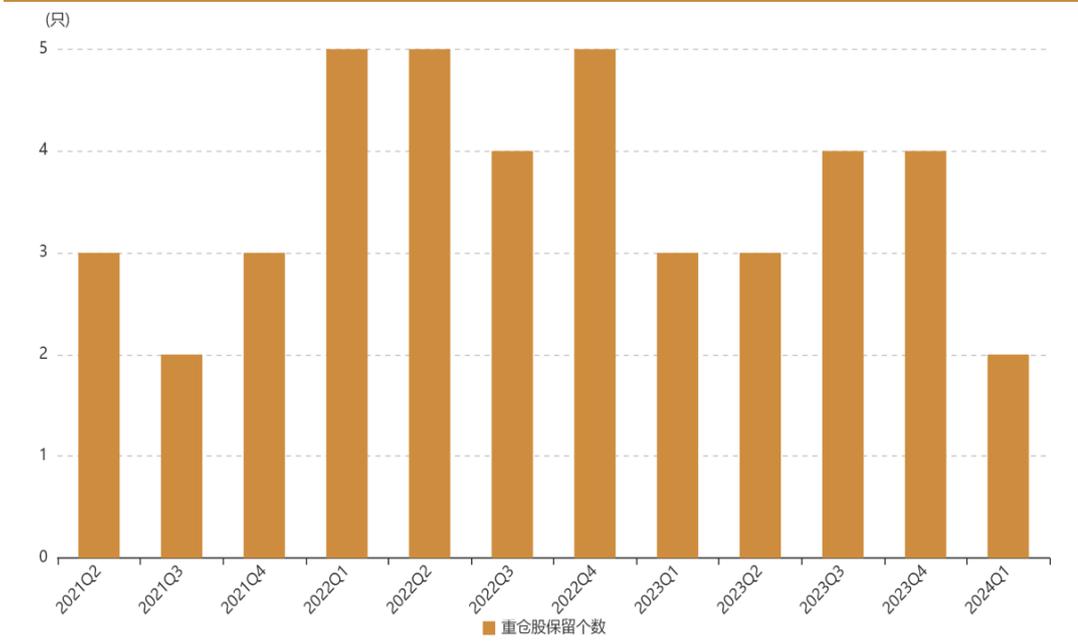
换手率总体稳步上升，近期显著上升。每个年度的下半年的换手率普遍高于上半年，存在季节性交易模式。2021 年 H1、2022 年 H1、2023 年 H1，基金经理换手率分别为 2.18、2.38、2.86，整体稳步上升。截至 2023 年 H2，基金经理换手率显著上升至 4.63。

**图 22：基金换手率**


数据来源：万得，西南证券整理，数据截至 2024 年 6 月 5 日

重仓股稳定性较高，前十大重仓股在下一季度平均保留 3.58 只。从历史最近数据来看，其中 2022 年 Q1、2022 年 Q2、2022 年 Q4 前十大重仓股保留最多，保留数量高达 5 只。

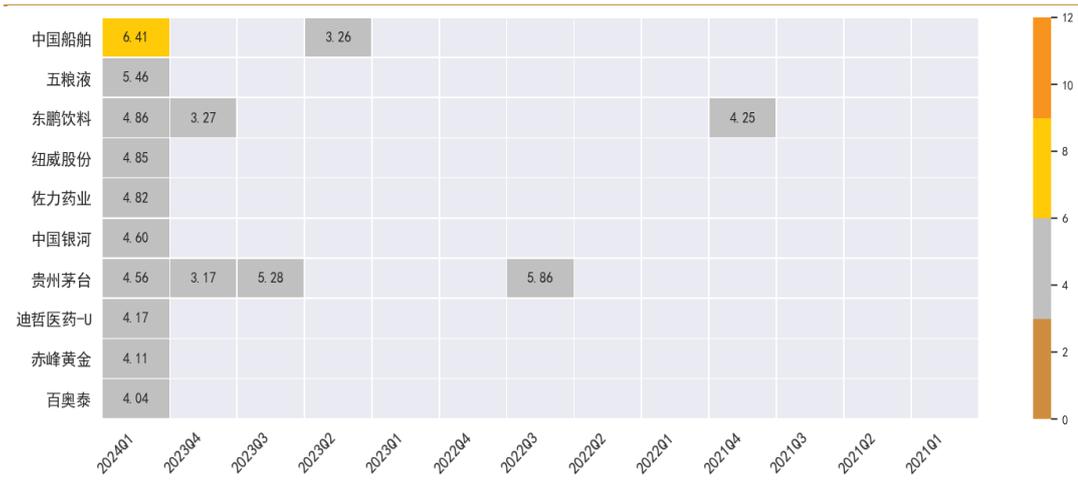
图 23：基金重仓股稳定性



数据来源：万得，西南证券整理，数据截至 2024 年 6 月 5 日

偏好少量持有，配置领域均衡分散。最新报告期显示，前十大重仓股中包含中游制造、食品饮料、医药等板块，专注持有白酒板块股票。基金经理任职期间，前十重仓股中，贵州茅台最新期重仓股中最长持有时间是 3 个季度，看出基金经理倾向于短期少量持有，例如中国船舶、五粮液等。

图 24：最新季报重仓股历史持有情况 (%)



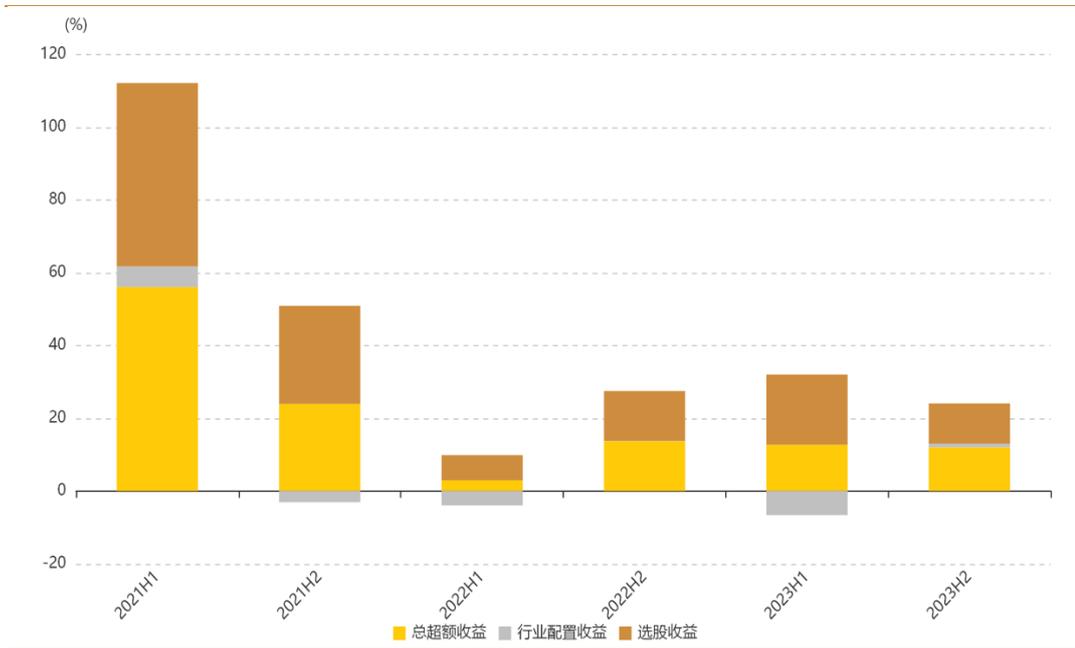
数据来源：万得，西南证券整理，数据截至 2024 年 6 月 5 日

## 2.7 业绩归因分析：精选个股超额收益表现亮眼

Brinson 业绩归因模型是常用的基于持仓的业绩归因方法，我们将该模型应用于基金中计算权益仓位在行业层面的资产配置贡献和基金经理的个股选择能力，将 Brinson 分析结果中的交互收益合并至选股收益。选取基准为中证 800 指数。

超额收益波动较大，2021 年 H1 超额收益显著，达 56.07%，个股超额收益表现亮眼。根据 Brinson 模型分析结果，基金经理任期内，6 个报告期均实现正的总超额收益，超额胜率 100%，平均超额收益为 20.24%，其中行业配置超额收益达 -1.15%，个股选择超额收益达 21.39%。

图 25：单期 Brinson 分解结果



数据来源：万得，西南证券整理，数据截至 2024 年 6 月 5 日

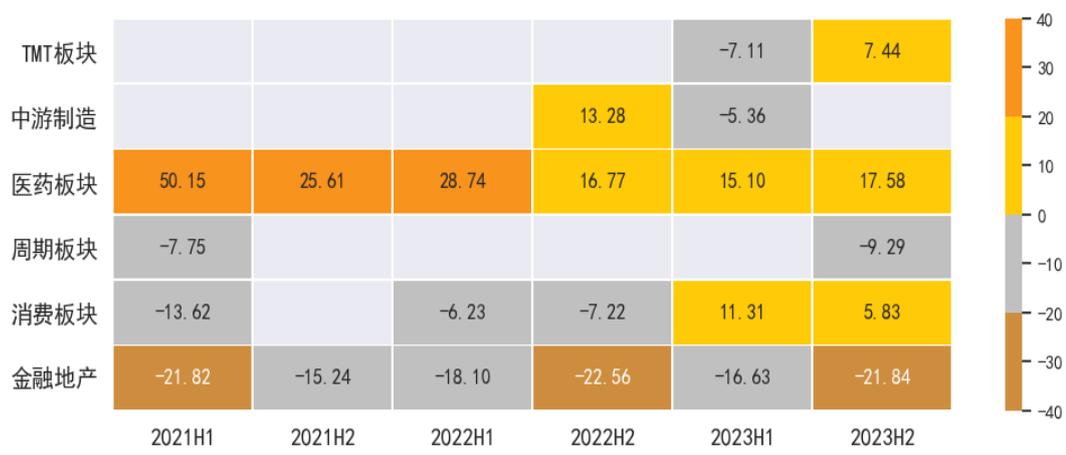
基金经理张子乔在多个行业具备优秀选股能力。2023 年 H2，在 30 个中信一级行业内，相较于行业指数，26 个行业平均超额收益为正。其中，电力设备及新能源超额收益达到 60.90%，基础化工行业超额收益达到 53.27%。

**图 26: Brinson 各行业的超额收益情况**


数据来源：万得，西南证券，数据截至 2024 年 6 月 5 日

## 2.8 风格归因分析：专注科技赛道，相对中证 800 超配医药板块

**相对中证 800 超配医药板块：**我们将基金历史各期持仓与中证 800 进行对比以分析基金在风格板块以及具体行业上的超配低配风格，结果显示，风格板块上，基金近六季度资金稳定超配医药板块，持续低配金融地产、周期板块。2023 年 H2，基金继续超配医药板块，同时也超配 TMT 板块和消费板块。

**图 27: 板块超配低配风格分析结果 (%)**


数据来源：万得，西南证券整理，数据截至 2024 年 6 月 5 日

具体行业上，基金历史长期显著超配行业为医药、国防军工，持续低配电力设备及新能源、银行和非银行金融行业。2023H1 开始超配基础化工、机械和家电，2023H2 开始超配电子。

图 28：行业超低配风格分析结果 (%)

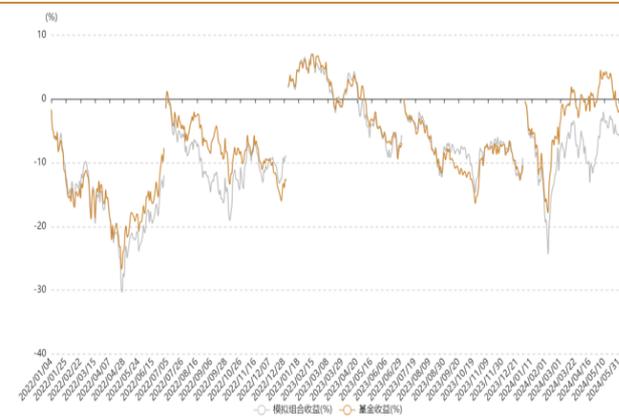


数据来源：万得，西南证券整理，数据截至 2024 年 6 月 5 日

## 2.9 投资交易能力：具备一定调仓换股能力

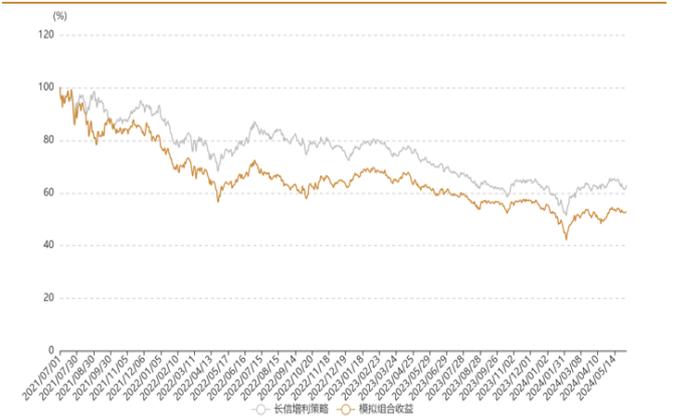
我们利用基金经理半年报和年报公布持仓构建模拟组合。从每半年数据来看，近两年每半年的基金实际净值走势稳定优于模拟组合。整体来看，基金实际净值能够持续跑赢模拟组合，2021 年 8 月起基金实际净值走势相较于模拟组合有较大幅度的超额收益，说明基金经理具备一定的调仓换股能力。

图 29：实际净值与模拟组合（每半年）



数据来源：万得，西南证券整理，数据截至 2024 年 6 月 5 日

图 30：实际净值与模拟组合（整体）



数据来源：万得，西南证券整理，数据截至 2024 年 6 月 5 日

## 3 风险提示

本报告结论完全基于公开的历史数据进行统计、测算，文中部分数据有一定滞后性，同时存在第三方数据提供不准确风险；对基金产品和基金管理人的研究分析结论并不预示其未来表现，也不能保证未来的可持续性，亦不构成投资收益的保证或投资建议；产品的表现受宏观环境、行业基本面超预期变动、市场波动、风格转换等多重因素影响，存在一定波动风险，投资者需充分认知自身风险偏好以及风险承受能力，基金有风险，投资需谨慎。

## 4 附录

- **基金持有有时期的盈利概率和平均收益：**即假设投资者在不同时点一次性买入基金后，持有有时期（3个月、6个月、1年）的可能的盈利概率和平均收益率。
- **基金正收益角度：**即基金正收益日、月、季度占全部交易日的占比；
- **重仓股超额胜率：**衡量重仓股超额收益正负情况，其具体含义为重仓股加权平均超额收益为正的期数/总期数，计算公式如下：

$$\text{重仓股超额胜率} = \frac{\text{重仓股加权平均超额收益为正期数}}{\text{总期数}} \times 100\%$$

- **板块与一级行业分类对比情况：**

表 6：板块与中信一级行业分类对应

板块名称	中信一级行业分类
TMT	电子、通信、计算机、传媒
消费	食品饮料、农林牧渔、家电、纺织服装、商贸零售、轻工制造、消费者服务
中游制造	机械、汽车、电力及公用事业、电力设备及新能源、国防军工、建筑、综合
周期	钢铁、基础化工、建材、有色金属、交通运输、煤炭、石油石化
医药	医药
金融地产	银行、非银行金融、房地产、综合金融

数据来源：万得，西南证券整理，数据截至 2024 年 3 月 14 日

- **股票风格标签计算方法说明：**

1) **股票样本空间：**公募基金在半年报或者年报中披露的全部持股；

2) **风格划分类型：**成长风格、估值风格、市值风格以及盈利风格。其中不同风格的计算方法为计算股票不同风格的因子，并依据风格进行因子合成大类，根据不同风格的大类因子的排名分位数进行标签划分，具体因子情况如下：

表 7：风格划分类型及对应因子

风格	类别	对应因子	合成权重
市值风格	市值因子	总市值	1
估值风格	估值因子	市盈率（取倒数）	1/3
		市净率（取倒数）	1/3
		市销率（取倒数）	1/3
成长风格	成长因子	营业收入同比增速	1/3
		归母净利润同比增速	1/3
		ROE 同比增速	1/3
盈利风格	质量因子	ROE	1/3
		ROA	1/3
		ROIC	1/3

数据来源：西南证券整理

**3) 风格标签定义：**本文根据不同风格大类因子在股票样本空间排名分位数定义风格标签如下：

**表 8：因子分位数与对应风格标签**

风格	因子排名分位数	定义标签
市值风格	0%-60%	小盘股
	60%-80%	中盘股
	80%-100%	大盘股
估值风格	0%-30%	高估值
	30%-70%	均衡估值
	70%-100%	低估值
成长风格	0%-30%	低成长
	30%-70%	均衡成长
	70%-100%	高成长
盈利风格	0%-30%	低盈利质量
	30%-70%	均衡盈利质量
	70%-100%	高盈利质量

数据来源：西南证券整理

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	高级销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfly@swsc.com.cn
	卞黎旸	高级销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
上海	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	lijlong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
北京	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn

---

	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	高级销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
广深	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn

---