

2025年03月14日

长期主义的再进化-华商基金童立先生投资分析报告

主题报告

投资要点

- ◆ 童立先生，北京大学经济学硕士，13.5年证券从业经历（4.8年证券研究经历，8.7年证券投资经历）。2011年7月加入华商基金管理有限公司，历任行业研究员、基金经理助理、基金经理、研究发展部总经理助理、研究发展部副总经理，现任华商基金研究总监、研究发展部总经理。截至2025年2月21日，童立先生曾管产品5只，在管产品8只，在管规模合计132.03亿元（分级基金合并计算）。
- ◆ 业绩表现方面，截至2025年2月21日，童立先生的整体业绩表现较上一期报告截至时间（2024年8月6日）进一步提升，2024年8月7日至2025年2月21日期间日胜率达到53.13%。在管产品全部较上一时间点改善，华商科技创新由32.64%提升至9.06%、进入前10%排名。即使华商研究精选A这类前期已处于市场前5%的产品，排名亦由3.19%提升至2.42%。在管产品年化回报率提升3pct至21pct不等，
- ◆ 整体来看，华商研究精选A在24H1持仓行业较上一期21个减少至20个，单一行业最大持仓比例由29.27%小幅下降至28.12%，行业集中度中位数由1.36%提升至2.19%。在科技和制造两个方向上分别由45.47%、23.29%提升至49.63%、35.74%，投资方向保持稳定但更加集中。从结果而言，也取得了较好的回报。
- ◆ 童立先生的投资风格一贯体现出慢即是快的长期主义精神。短期内市场往往会受到情绪、事件等因素冲击产生偏离，但只要拉长周期，市场终究会奖励真正具备研究能力、敢于逆势布局的投资者，其中分野正在于童立先生在宏观大势变化下对行业基本面的研判能力。过往的投资记录和业绩都说明了应当以更加耐心的视角去观察华商研究精选A这一类产品，其机构投资者占比始终维持在70%以上水平，远高于普通股票型基金22.57%、灵活配置型基金29.33%的机构投资者比例即是印证。
- ◆ 截至24Q4，产品成立以来重仓股共167只，较24Q重仓股152只继续提升，单只股票最多持有期数7期不变，重仓期数在5期以上（含）的股票10只较Q2增加一只，即前文所分析威胜信息。24Q3-Q4首次重仓股共12只，其估值和基本面整体呈现出估值适中、基本面良好的特点。产品重仓股整体继续保持超额胜率88%、绝对胜率80%的高水平。
- ◆ 风险提示：
 - 1、历史数据统计可能存在缺失或不完整。
 - 2、模型假设可能和实际情况存在偏差。
 - 3、宏观经济、市场风格等变化可能导致预测失效。
 - 4、基金的过往业绩并不预示其未来表现。
 - 5、报告基于历史数据进行分析，不代表任何投资建议。

分析师

邓利军

SAC执业证书编号：S0910523080001
denglijun@huajinsec.com

相关报告

外力催化继续驱动板块活跃，但活跃周期后段震荡分化或将逐渐加剧-华金证券新股周报 2025.3.9

三月延续震荡偏强，均衡配置-华金-策略-定期报告 2025.3.8

政策进一步细化和落实，股市慢牛延续-政策进一步细化和落实，股市慢牛延续 2025.3.7
明确定调政策发力，科技仍是主线-明确定调政策发力，科技仍是主线 2025.3.5

今年两会值得关注的方向有哪些？-今年两会值得关注的方向有哪些？ 2025.3.3



内容目录

一、基金经理简介	4
二、华商研究精选 A	5
1、产品资料	5
2、业绩表现	6
3、投资能力分析	8
4、投资展望	15
三、公司简介	16
四、风险提示	16

图表目录

图 1：童立先生投资框架	5
图 2：Wind 投资经理指数表现	5
图 3：华商研究精选 A 业绩表现（红线右侧为童立先生接管后）	7
图 4：华商研究精选 A 回撤表现（%）	8
图 5：华商研究精选 A 与业绩比较基准（%）	8
图 6：华商研究精选 A 资产配置情况	9
图 7：华商研究精选 A 仓位变化与上证涨跌幅变动情况（%）	9
图 8：24H1 行业持仓变化及涨幅（%）	10
图 9：电力设备持仓变化及走势（%）	10
图 10：国防军工持仓变化及走势（%）	10
图 11：有色金属持仓变化及走势（%）	10
图 12：医药生物持仓变化及走势（%）	10
图 13：通信行业营收利润增长情况（%）	11
图 14：通信行业子板块走势	11
图 15：华商研究精选 A 行业配置详情（%）	11
图 16：华商研究精选 A 持有人结构（万份，%）	12
图 17：截至 24Q1 各类基金持有人结构（万亿，%）	12
图 18：超额收益归因（%）	13
图 19：风格切换情况	13
图 20：重仓股市值分布（亿元，%，气泡面积为总市值）	13
图 21：Fama-French 五因子敏感度情况	13
图 22：华商研究精选 A 换手率情况（只，%）	14
图 23：重仓股集中度（%）	14
图 24：威胜信息持仓及走势（%）	14
图 25：威胜信息经营财务情况（%）	14
图 26：恒玄科技持仓及走势（%）	14
图 27：恒玄科技经营财务情况（%）	14
图 28：重仓股相对收益情况（%）	15
图 29：新增重仓股情况（倍，%）	15
图 30：重仓股情况（%）	15

表 1: 截至 2025 年 2 月 21 日童立先生在管和曾管产品情况 (亿元)	4
表 2: 在管/曾管产品业绩表现 (天, %)	5
表 3: 华商研究精选 A 基本资料	5

一、基金经理简介

童立先生，北京大学经济学硕士，13.5年证券从业经历（4.8年证券研究经历，8.7年证券投资经历）。2011年7月加入华商基金管理有限公司，历任行业研究员、基金经理助理、基金经理、研究发展部总经理助理、研究发展部副总经理，现任华商基金研究总监、研究发展部总经理。截至2025年2月21日，童立先生曾管产品5只，在管产品8只，在管规模合计132.03亿元（分级基金合并计算）。

表1：截至2025年2月21日童立先生在管和曾管产品情况（亿元）

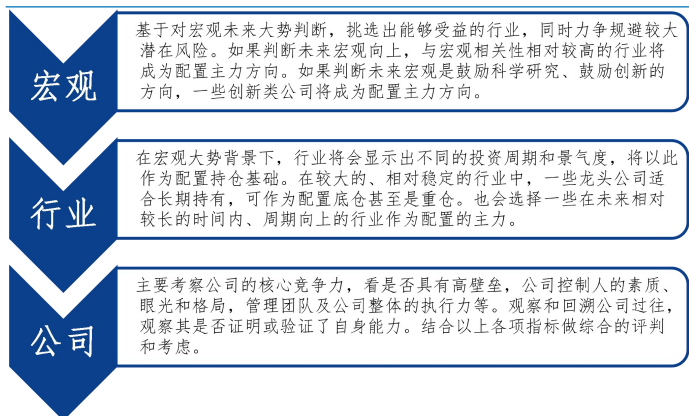
全称	基金代码	投资类型	任职日期	离任日期	合计规模
华商新锐产业灵活配置混合型证券投资基金	000654.OF	灵活配置型	2016/12/23		10.60
华商研究精选灵活配置混合型证券投资基金	004423.OF	灵活配置型	2017/12/21		5.26
华商科技创新混合型证券投资基金	008961.OF	偏股混合型	2020/3/6		1.80
华商核心引力混合型证券投资基金	012491.OF	灵活配置型	2021/7/28		2.93
华商万众创新灵活配置混合型证券投资基金	002669.OF	灵活配置型	2022/5/19		8.55
华商研究回报一年持有期混合型证券投资基金	016045.OF	偏股混合型	2023/3/7		3.75
华商研究驱动混合型证券投资基金	022092.OF	偏股混合型	2025/3/11		7.12
华商新趋势优选灵活配置混合型证券投资基金	166301.OF	灵活配置型	2025/3/12		129.10
华商均衡成长混合型证券投资基金	011369.OF	偏股混合型	2022/5/19	2025/3/4	1.26
华商上游产业股票型证券投资基金	005161.OF	普通股票型	2017/12/27	2023/12/25	2.00
华商主题精选混合型证券投资基金	630011.OF	偏股混合型	2019/3/8	2021/12/29	4.00
华商高端装备制造股票型证券投资基金	008009.OF	普通股票型	2019/12/10	2020/12/25	2.76
华商价值共享灵活配置混合型发起式证券投资基金	630016.OF	灵活配置型	2016/4/12	2017/4/21	5.53

资料来源：Wind，华金证券研究所

童立先生由研究转投资，注重研究创造价值，坚信投资的核心来源，尤其是长期收益率的核心来源一定是深度研究，来源于对宏观背景、产业趋势，以及公司治理的辨别能力和把握能力。关于童立先生的投资研究理念我们在前期报告已有较为详细分析（详见2024年8月6日《累积胜率的长期主义投资者——华商基金童立先生投资分析报告》），本次报告我们进一步关注2024年以来童立先生的投资表现。童立先生认为，每一位投资专业人员都需要建立起闭环的、完整的投资体系，以应对不同的市场风格以及市场环境的变化。具体到其个人投资体系上，童立先生建立了自上而下的投资体系。由宏观大势至行业周期和景气度再至公司核心竞争力，特别是在甄选优秀公司的过程中，童立还十分注重对管理团队的考察，因为“所有的事情都来自于人，人是决定事情能够落地的关键”。

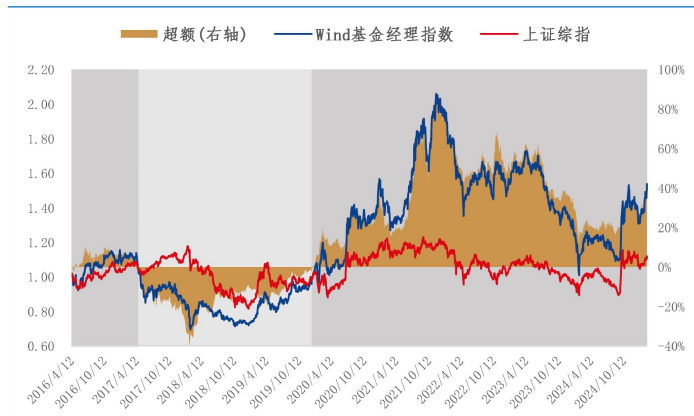
截至2025年2月21日，童立先生的整体业绩表现较上一期报告截至时间（2024年8月6日）进一步提升，2024年8月7日至2025年2月21日期间日胜率达到53.13%。在管产品全部较上一时间点改善，华商科技创新由32.64%提升至9.06%、进入前10%排名。即使华商研究精选A这类前期已处于市场前5%的产品，排名亦由3.19%提升至2.42%。

图 1: 童立先生投资框架



资料来源: Wind, 华金证券研究所整理

图 2: Wind 投资经理指数表现



资料来源: Wind, 华金证券研究所

表 2: 在管/曾管产品业绩表现 (天, %)

产品名称	管理时间	管理时间占比	区间回报	年化回报	超越基准收益率	排名百分比	同类排名	相对上证超额	最大回撤
华商新锐产业	2982	77%	22.53	2.52	-7.75	81.96	962/1168	14.90	-50.40
华商研究精选 A	2619	93%	163.35	14.44	148.85	2.42	38/1423	160.57	-47.27
华商科技创新	1813	100%	58.44	9.70	63.66	9.06	94/912	48.43	-51.27
华商核心引力 A	1304	100%	-13.34	-3.93	-10.29	48.35	990/1928	-13.28	-51.22
华商万众创新 A	1009	32%	1.38	0.50	-5.20	44.84	929/2054	-8.11	-40.69
华商均衡成长 A	1009	71%	7.10	2.51	12.65	27.17	640/2945	-2.40	-39.88
华商研究回报一年持有 A	717	100%	-6.34	-3.27	-10.59	55.45	1478/3539	-8.06	-43.01
华商上游产业 A	2189	100%	105.68	12.85	93.57	2.56	17/256	118.29	-27.07
华商主题精选	1027	29%	146.88	37.06	121.71	15.92	152/634	127.18	-18.67
华商高端装备制造 A	381	100%	82.28	79.19	45.69	9.15	86/359	67.59	-22.02
华商价值共享灵活配置	374	25%	16.01	14.30	10.74	9.97	74/857	10.13	-9.22

资料来源: Wind, 华金证券研究所

二、华商研究精选 A

1、产品资料

表 3: 华商研究精选 A 基本资料

基金简称	华商研究精选 A
基金代码	004423.OF
基金类型	灵活配置型
成立日期	2017/5/24
基金经理	童立
投资目标	分享中国经济可持续发展过程中上市公司的长期稳定增长, 在严格控制风险的前提下, 追求基金资产的长期稳定增值。
投资范围	本基金的投资范围包括依法发行上市的股票(包括创业板, 中小板, 存托凭证和其他经中国证监会核准上市的股票), 债券(国债, 金融债, 企业债, 公司债, 央行票据, 中期票据, 短期融资券, 次级债, 可转换债券, 可交换债券, 中小企业私募债等), 债券回购, 银行存款, 权证, 股指期货, 资产支持证券及法律法规或中国证监会允许基金投资的其他金融工具。如法律法规或监管机构以后允许基金投资其他品种, 基金管理人可在履行适当程序后, 将其纳入投资范

围.本基金股票资产占基金资产的比例为 0-95%。每个交易日日终在扣除股指期货合约需缴纳的交易保证金后,现金或到期日在一年以内的政府债券不低于基金资产净值的 5%,其中现金不包括结算备付金,存出保证金,应收申购款等.权证,股指期货及其他金融工具的投资比例依照法律法规或监管机构的规定执行。

本基金股票资产占基金资产的比例为 0-95%。每个交易日日终在扣除股指期货合约需缴纳的交易保证金后,现金或到期日在一年以内的政府债券不低于基金资产净值的 5%,其中现金不包括结算备付金、存出保证金、应收申购款等。权证、股指期货及其他金融工具的投资比例依照法律法规或监管机构的规定执行。

投资策略	本基金的投资框架为三维立体体系：宏观市场的策略体系、行业选择体系与个股筛选体系。依据市场风格的判断进行大类资产配置、优势行业的选择进行行业配置和投资标的筛选进行个股配置，三位一体的结合起来，构建出本基金的投资组合。
业绩基准	中证 800 指数收益率*65%+上证国债指数收益率*35%
管理费	1.20%
申购费	养老金客户：50 万元以下，0.15%；50 万元（含）以上 200 万元以下，0.12%；200 万元（含）以上 500 万元以下，0.08%；500 万元（含）以上，1000 元/笔。 其他投资者：50 万元以下，1.5%；50 万元（含）以上 200 万元以下，1.2%；200 万元（含）以上 500 万元以下，0.8%；500 万元（含）以上，1000 元/笔。
赎回费	7 日以内，1.5%；7 日（含）以上 30 日以内，0.75%；30 日（含）以上 1 年以内，0.5%；1 年（含）以上 2 年以内,0.25%；2 年（含）以上，0%。
托管费	0.20%

资料来源：Wind, 华金证券研究所

2、业绩表现

在前期报告我们已对华商研究精选 A 自 2017 年 12 月 21 日童立先生接管后至 2024 年 8 月 6 日的业绩表现进行了详尽分析。在此仅做简单概括：

2018 年：供给侧改革叠加流动性矛盾，A 股全行业下跌。产品仓位保持低位，重仓集中制造业升级与消费升级，产品实现正收益 1.31%；

2019 年：市场风险偏好先升后降。产品在规避出口链同时继续集中“制造业升级+消费升级”，契合中美贸易战先降温后升温态势，产品全年 49.30% 回报大幅跑赢大盘；

2020 年：疫情冲击+海外“黑天鹅”事件，A 股先跌后涨，板块高低切换、大小市值行情分化。产品集中配置纯内需行业，下半年增配顺周期品种，在宏观大势上精准捕捉经济复苏+流动性宽松+通胀抬头，产品全年回报 52.89% 再次大幅跑赢大盘；

2021 年：A 股三连阳，波动收敛、涨幅缩小，业绩驱动消化估值。产品方面板块灵活切换，先后把握军工和风电光储为代表的升级版基建行情，全年 41.45% 继续超越各类指数涨幅；

2022 年：俄乌冲突、美联储超预期加息以及国内疫情，黑天鹅事件冲击下市场风险偏好被压制，A 股全年大跌，风格轮动加速，大小盘风格持续切换。产品方面方向布局正确，但一定程度受超预期冲击；

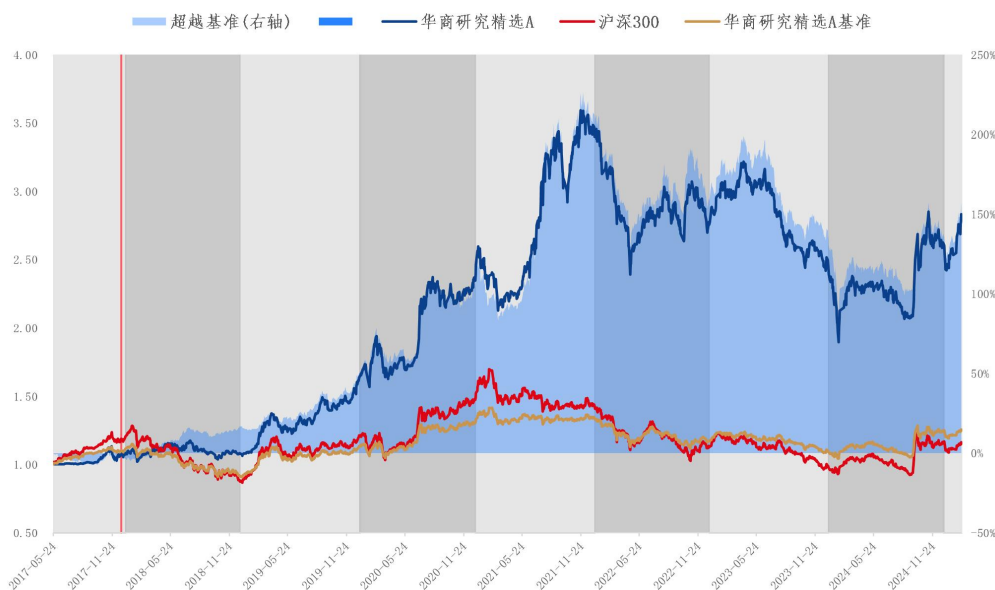
2023 年：A 股高开低走，ChatGPT 带动 TMT 行情，政策和情绪背离，市场短期波动加剧、产品投资重心转向“数字经济+双碳转型”，全年跑赢沪深 300 和创业板指；

2024 年：一季度市场波动显著增大，小市值风格先大跌随后大幅反弹，红利低估值风格显著占优；二季度延续结构性分化格局，红利继续占优，交易量持续萎缩；三季度则是以 9.26 政

政治局会议为标志的政策拐点，经济产业结构转型升级加速，市场快速上涨；四季度市场恢复震荡，AI 相关的结构性机会突出。产品方面，在一季度增配黄金、减持中小市值股票，二季度降低仓位减少风险暴露，三季度布局新质生产力，聚焦“数字经济”+“双碳经济”，四季度对高弹性品种集中减仓，参与 AI 新技术与端侧 AI。回顾 2024 年童立先生的投资和研究，对宏观大势的研判依然精准，一季度申万黄金行业指数涨幅达 20.80%，而以微盘股、中证 2000 为代表的小市值股票在流动性危机下分别下跌 15.01%、11.05%，在 1 月 2 日至 2 月 6 日区间跌幅更是达到 40.29%和 31.40%。二季度尽管产品降低了持仓的风险暴露程度，但由于市场情绪进一步萎靡、风险偏好继续转弱，投资端受到冲击也在所难免。整体而言，产品在 Q2-Q4 表现相对较好，最终全年实现 0.83%正收益。

2025 年开年 A 股连续下跌，上证指数由 2024 年末 3400 点快速跌破 3200 点。对于 2025 年的资本市场，童立先生提出 AI 及应用、智能驾驶、机器人、自主可控都会在 2025 年有明显的产业推进与落地。而有别于一般的市场观点，童立先生认为细分行业与上市公司的投资机会并非之前简单的海外映射或逻辑演绎。春节期间，以 DeepSeek 为代表的国产科技爆发，通过极低标注数据实现数学推理、代码生成等任务的高性能表现，DeepSeek 无需堆积硬件算力完成了低成本、高性能的弯道超车，也带来了国产 AI 产业的新投资逻辑。恰如童立先生所判断，DeepSeek 并非简单地对以 ChatGPT 为代表的海外大模型简单模仿，而是代表了开源和闭源两种截然不同的发展模式和路径，并证明了前者的可行性和优势。在 AI、文化、机器人、军工等多个领域突破催化下，A 股迎来一轮结构性行情。截至 2 月 21 日，上证指数年内上涨 0.82%，而华商研究精选 A 录得 11.59%回报，不仅跑赢大盘，同样跑赢业绩比较基准（1.68%）、万得普通股票型基金指数（7.15%），相对于上证指数的月胜率由上一报告期的 56.79%提升至 57.47%。与业绩改善相伴的，是华商研究精选 A 的回撤控制，在 2024 年 8 月后逐步缩小，表现优于上证指数、沪深 300 和中证 1000。

图 3：华商研究精选 A 业绩表现（红线右侧为童立先生接管后）



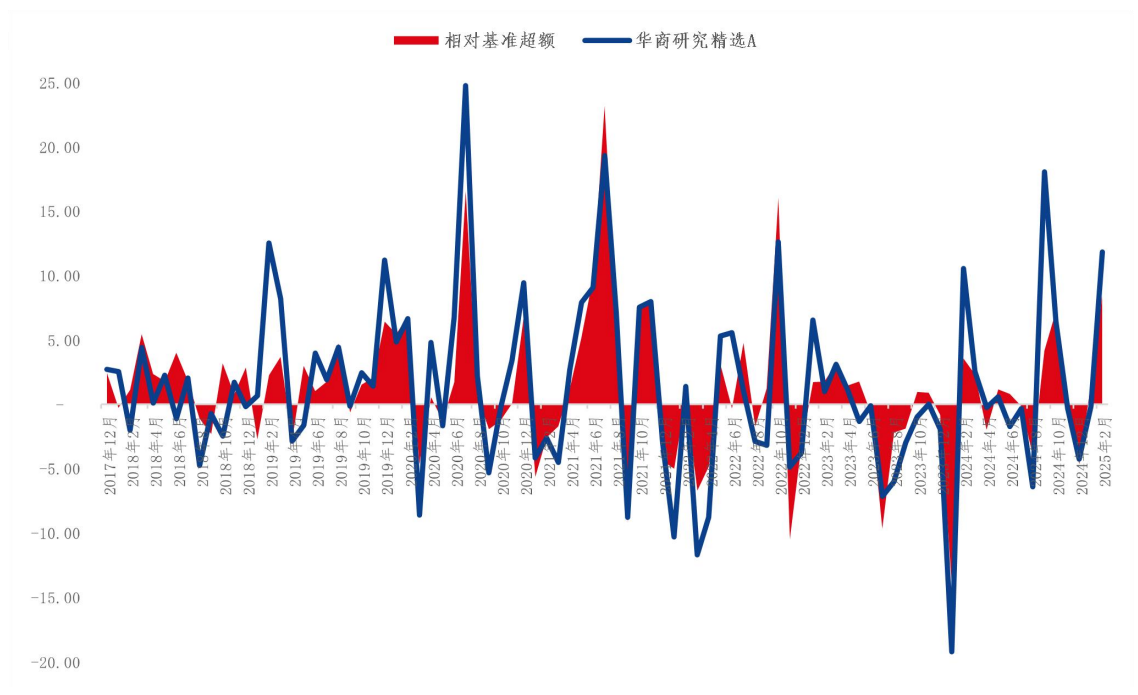
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 4：华商研究精选 A 回撤表现 (%)



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 5：华商研究精选 A 与业绩比较基准 (%)

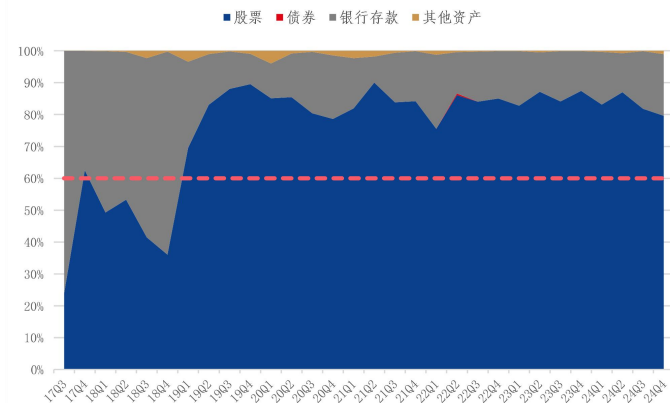


资料来源：Wind，华金证券研究所

3、投资能力分析

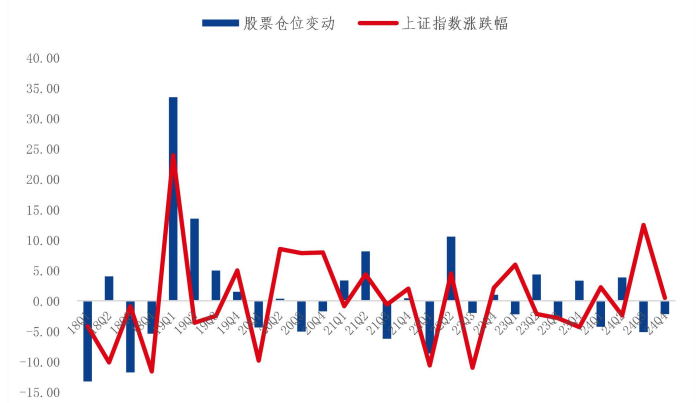
华商研究精选 A 自成立以来除建仓期股票仓位保持在 36.08%至 90.06%，中位数为 83.14%，除 2018 年外产品仓位整体保持在 80%左右较为稳定，整体配置结构与同类灵活配置型基金中位数水平接近。在 19Q1、21Q2、22Q2，股票仓位分别增加 33.47%、8.10%、10.55%，当季上证指数分别上涨 23.93%、4.34%、4.50%，且加仓前后各一季上证指数均录得下跌，反映出基金经理具备较好的宏观大势研判能力。

图 6：华商研究精选 A 资产配置情况



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 7：华商研究精选 A 仓位变化与上证涨跌幅变动情况（%）

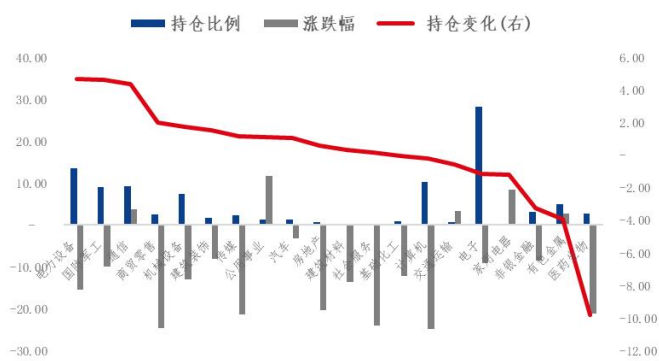


资料来源：Wind，华金证券研究所

24 H1，华商研究精选 A 减配金融地产、上游资源、大消费，增配科技、中游制造。一级行业中医药生物由 12.59%大幅减仓至 2.77%。2024 年上半年医药行业受医疗反腐、集采扩面、市场竞争、疫情高基数等多重因素影响，大幅下跌 21.09%，远远跑输大盘上证指数（-0.25%）。童立先生及时对成长行业的细分方向进行了集中，由医药生物转向政策关注度高的新质生产力等方向，避免了行业基本面和政策面的双重冲击。24H1 仓位变动较大一级行业还包括电力设备（+4.68%）、国防军工（+4.60%）、有色金属（-3.92%）。尽管 24H2 年报尚未出炉，但我们仍可以从各行业后续走势来窥探童立先生操作的思路。在 24H1 电力设备、国防军工、医药生物、有色金属涨幅分别为-15.56%、-10.03%、-21.09%、2.72%，医药生物跌幅最大同时仅有色金属小幅上涨；24Q3 受益于 9.24 行情，四个行业分别上涨 22.96%、13.86%、17.62%、10.75%，仅有减持的有色金属跑输上证指数（12.44%）；10 月 8 日长假回归后 A 股高开低走，随后转入震荡行情，至 2024 年年底，增持的行业电力设备、国防军工涨幅分别为-0.72%、4.53%，而减持的医药生物、有色金属分别为-7.70%、-9.30%，与之对比的上证指数涨幅为 0.46%。概括来说，尽管都在 9 月底的行情中迎来上涨，但当短期行情消退，产品增持的行业仍能跑赢大盘，而减持的行业表现不尽如人意。

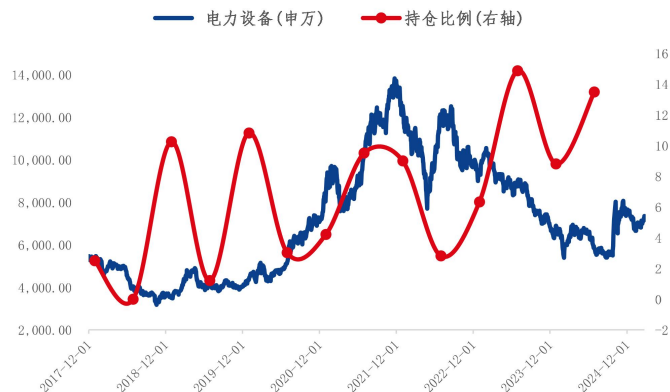
整体来看，华商研究精选 A 在 24H1 持仓行业较上一期 21 个减少至 20 个，单一行业最大持仓比例由 29.27%小幅下降至 28.12%，行业集中度中位数由 1.36%提升至 2.19%。在科技和制造两个方向上分别由 45.47%、23.29%提升至 49.63%、35.74%，投资方向保持稳定但更加集中。从结果而言，也取得了较好的回报。

图 8: 24H1 行业持仓变化及涨幅 (%)



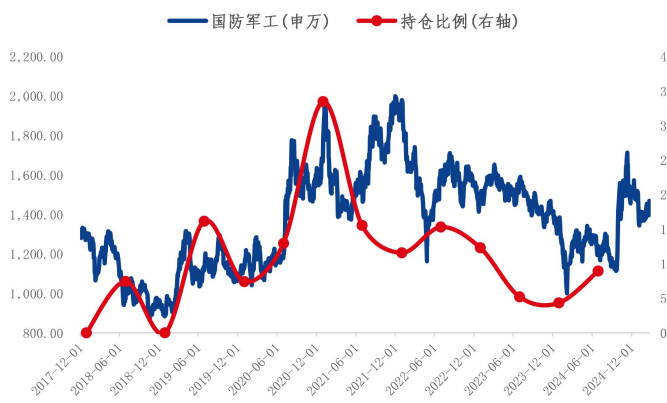
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 9: 电力设备持仓变化及走势 (%)



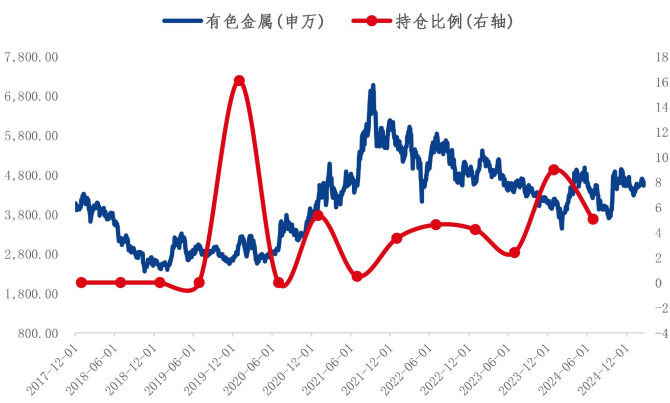
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 10: 国防军工持仓变化及走势 (%)



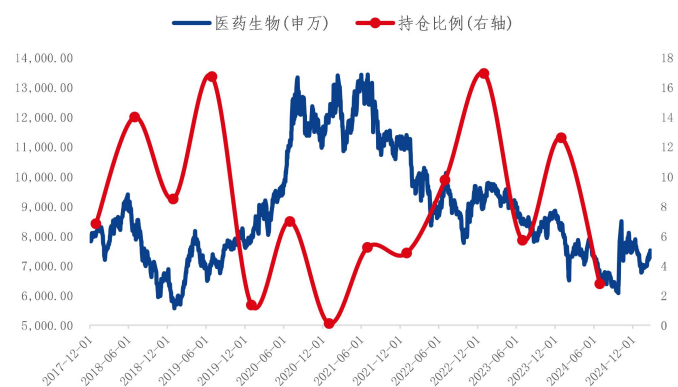
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 11: 有色金属持仓变化及走势 (%)



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 12: 医药生物持仓变化及走势 (%)

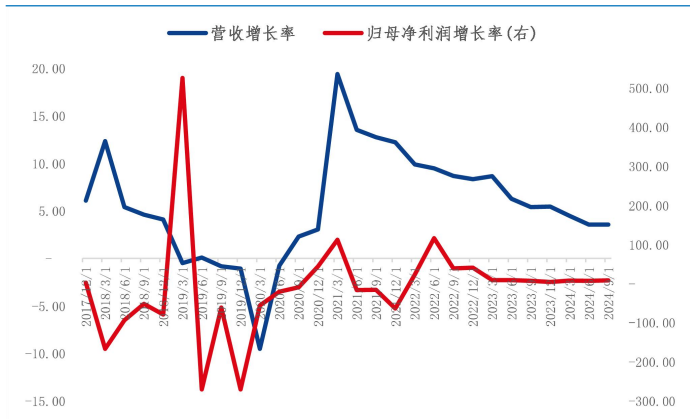


资料来源: Wind, 华金证券研究所

在前期报告我们对童立先生的持仓变动有过详细分析，概括为“有别于 All In 某一赛道，童立先生在大方向长期保持稳定的同时，在细分行业上切换非常灵活。尽管在少数时段可能会错过部分行情，但得益于谨慎而不失灵活的调仓，能够避免大部分极端的下跌。不一味追求赔率，更多地以累积胜率换取超额收益，践行慢即是快的投资原则。”在 24H1，华商研究精选 A 继续聚

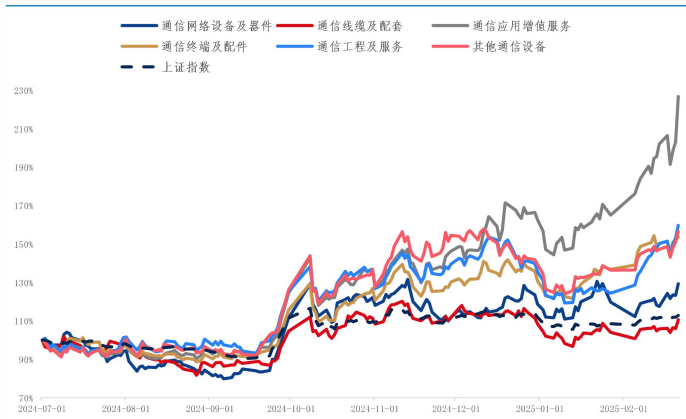
焦科技板块的同时，对通信的持仓大幅提升接近翻倍。得益于数字中国、新基建、AI、算力、通信卫星等因素，通信板块营收增长压力有所放缓，而归母净利润增长则先一步恢复。更重要的是在基本面改善的同时，板块内既拥有以三大运营商为代表的红利股，同时也拥有以算力网络为代表的、符合未来 AI 产业长期主线的成长股。2025 年开年以来，DeepSeek 对 AI 大模型行业的全新逻辑再次催动生了板块的结构性行情，光模块、AIDC、IDC、CDN 等多个细分行业迎来爆发式上涨。

图 13: 通信行业营收利润增长情况 (%)



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 14: 通信行业子板块走势



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 15: 华商研究精选 A 行业配置详情 (%)

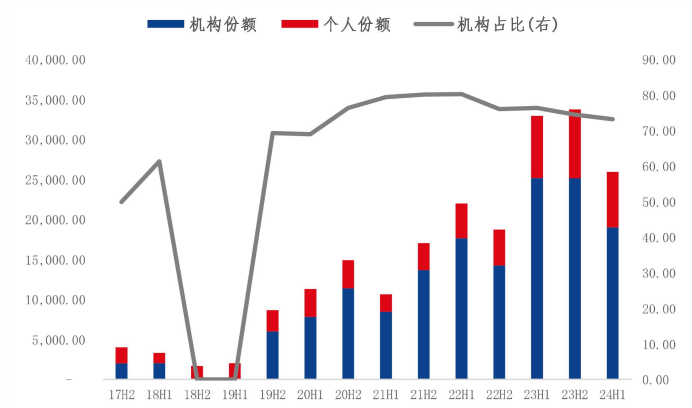
板块	行业	2017H2	2018H1	2018H2	2019H1	2019H2	2020H1	2020H2	2021H1	2021H2	2022H1	2022H2	2023H1	2023H2	2024H1	持仓变化	持有期数	
金融	房地产						3.16		1.91						0.58		3	
	银行	7.56			1.06		2.66	2.56	0.01								5	
	非银金融	6.85			7.84	6.20		2.73	1.45			0.81		6.41	3.16		8	
合计	14.41			8.90	6.20	5.82	5.29	3.37			0.81		6.41	3.74			9	
科技	电子	7.88	6.61		5.47	1.11	3.35	5.77	33.86	11.54	21.49	1.49	17.04	29.27	28.12			13
	传媒	12.49		11.56		2.08	6.31	3.43		0.01	1.08		0.41	1.04	2.19			10
	计算机	12.16	17.67	27.51	17.66	5.84	30.90	13.59	5.11	20.52	11.78	19.56	27.19	10.35	10.16			14
	通信				2.41	5.84	0.05	0.01		0.32	2.60	2.72	7.79	4.81	9.16			10
	合计	32.53	24.28	39.07	25.54	14.87	40.61	22.80	38.97	32.39	36.95	23.77	52.43	45.47	49.63			14
中游制造	机械设备		19.54	4.09	4.59	14.23	7.90	0.75	8.74	5.23	6.07	11.11	7.56	5.64	7.35			13
	汽车				2.22	1.55	1.14	7.37	1.72	0.04	2.40			0.30	1.34			9
	电力设备	2.50		10.26	1.21	10.83	3.03	4.22	9.51	9.00	2.82	6.33	14.88	8.81	13.49			13
	国防军工		7.44		16.15	7.39	12.95	33.44	15.53	11.58	15.30	12.30	5.21	4.32	8.92			12
	建筑装饰		3.38		1.52	1.78		1.35	6.91	0.23	1.21	0.50	0.11	1.62				10
	基础化工	2.30		3.36	5.76	4.68	10.70	8.64	6.11	7.72	6.52	3.93	0.22	0.83	0.78			13
	建筑材料				1.31	1.60	2.47			6.16	1.23			0.33				6
	钢铁								7.18	7.30	5.52		0.83	0.23				5
	交通运输			14.40	5.62			3.42		1.01		0.34	0.06	1.20	0.60			8
	公用事业						0.01		2.27	0.56			3.63	0.22	1.31			6
合计	4.80	40.83	34.60	38.38	40.29	42.64	59.39	50.15	57.23	41.84	37.21	35.90	23.29	35.74			14	
上游资源	石油石化					1.68	0.01					2.74						3
	有色金属					16.06		5.33	0.50	3.52	4.60	4.22	2.39	8.96	5.04			9
合计					17.74	0.01	5.33	0.50	3.52	4.60	6.96	2.39	8.96	5.04			10	
大消费	农林牧渔						2.56	4.15		1.33	2.64	0.63		0.65				6
	纺织服装							0.01	1.76	0.01				0.55				4
	食品饮料	33.30				3.61		0.01		0.67		7.16						5
	家用电器	8.15				4.98	0.01	1.46					1.40	1.52	0.33			7
	轻工制造		2.28						0.01	0.52		1.35	1.55					5
	商贸零售											1.16	0.63	0.56	2.58			4
	医药生物	6.81	13.98	8.48	16.70	1.35	6.96	0.10	5.21	4.84	9.75	16.91	5.70	12.59	2.77			14
	社会服务		10.77			2.30						1.37			0.17			4
	美容护理								0.02			3.68						3
	合计	48.26	27.03	8.48	16.70	12.24	9.53	5.73	6.99	6.86	16.59	31.22	9.28	15.87	5.85			14
综合		7.86	17.86	10.49	8.66	1.40	1.43										6	

资料来源: Wind, 华金证券研究所

通过 Brinson 模型分析华商研究精选 A 相对大盘的超额收益归因，结合超额收益贡献和占比变动，24H1 贡献变化较大的包括建筑材料、通信、轻工制造。24H1 产品净值表现总体呈现震荡走势，但如前文所述，24H1 如电力设备、国防军工、有色金属、医药生物等行业的调仓应当

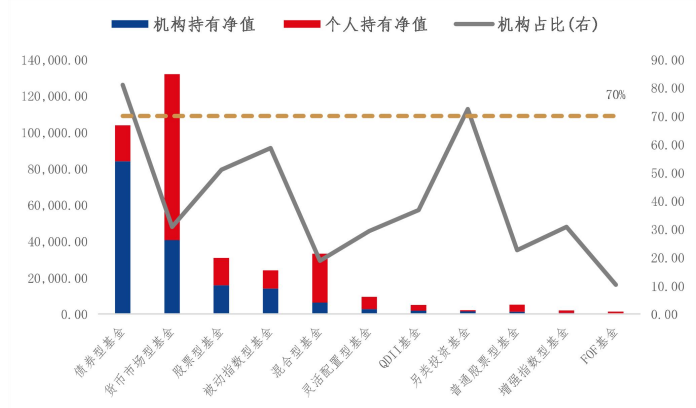
以长期视角观察后续。更重要的是，童立先生的投资风格一贯体现出慢即是快的长期主义精神。短期内市场往往会受到情绪、事件等因素冲击产生偏离，但只要拉长周期，市场终究会奖励真正具备研究能力、敢于逆势布局的投资者，其中分野正在于童立先生在宏观大势变化下对行业基本面的研判能力。过往的投资记录和业绩都说明了应当以更加耐心的视角去观察华商研究精选 A 这一类产品，其机构投资者占比始终维持在 70% 以上水平，远高于普通股票型基金 22.57%、灵活配置型基金 29.33% 的机构投资者比例即是印证。

图 16：华商研究精选 A 持有人结构（万份，%）



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 17：截至 24Q1 各类基金持有人结构（万亿，%）



资料来源：Wind，华金证券研究所

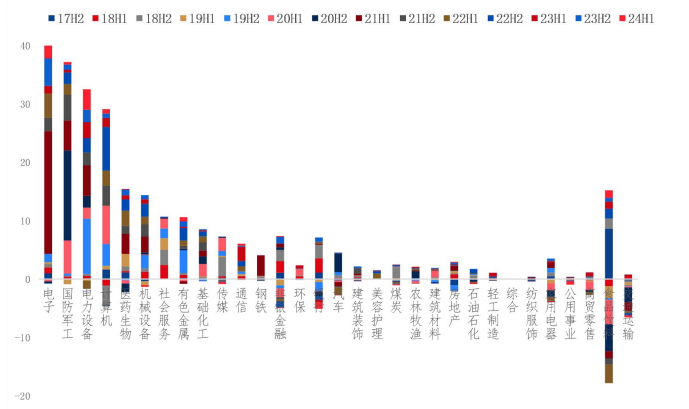
从市值风格看，2020 年以后，华商研究精选 A 由早期的中盘成长逐步向小盘成长风格切换。2024Q3 产品向中盘成长切换，Q4 则转为小盘成长。由于童立先生强调投资需要回归个股选择，更多依靠投资者对上市公司本身质地的精挑细选，无需刻意的去区分上市公司的市值大小或者所处行业，而更加注重去研究它们的真实成长性与长期空间。因此仅以简单的成长或者价值对童立李先生的投资进行概括难免有失偏颇。如 23Q3 开始重仓的浪潮信息、中国移动均为典型大盘价值型股票，其中中国移动持有期数达到 4 期以上。根据 Fama-French 五因子模型计算显示，在上次报告后产品继续维持在市场因子上暴露明显，其余各因子有一定波动性，一方面反映投资更偏向于自上而下宏观择时，另一方面在整体趋势上更加均衡化。

换手率方面，2024 年以来华商研究精选 A 继续维持换手率高于同类但集中度大幅低于同类水平的状态，24H1 换手率由 681.29% 下降至 349.96%，下降幅度略低于同类产品中位数水平（368.58% 至 175.24%）。24Q1-Q4 重仓股集中度维持在 25% 左右，低于同类产品中位数 50% 左右水平。24Q1-Q4，市场经历极端行情，持有不动的胜率较低，重仓股中仅有威胜信息持仓达到 4 期。产品对威胜信息在 23Q4 持仓比例即达到 2.15%，24Q1 加仓至 3.86%，Q2、Q3 继续维持在 3.25%、3.27% 水平，24Q4 则大幅减仓至 1.65%。与之相伴的是公司股价在 2024 年 1 月触及底部，在 10 月 8 日触及年内高点后开始震荡下行，并在 2025 年开年后进一步下行，股价基本回到 9.24 行情启动前位置。从基本面来看，威胜信息整体较为稳定，在 24Q1 增长速度有所放缓、营运周转速度下降，华商研究精选 A 基于公司基本面在底部积极加仓，随后业绩大幅回升并恰逢 A 股普涨行情，公司股价快速上涨跑赢行业指数。此后产品在股价高点附近减仓，事后来看，公司在市场全面回调震荡后相对行业的超额收益也回归正常。威胜信息的调仓可以较为直观地反映童立先生对于宏观、行业、公司三者的研究框架。再以恒玄科技为例，尽管在 23Q4 并未出现在重仓股之列，实际上产品持有占比已经达到 0.99%，24Q1 可能仍处于加仓过程中未出现在前十大重仓股中，在 24Q2-Q3 产品先后加仓恒玄科技至 2.22% 和 2.51%，位列第七大和

第四大重仓股。自 24Q1 起恒玄科技开始迎来业绩爆发，营收、利润大幅增长，销售净利率不断提升，股价也逐步跑赢行业指数。

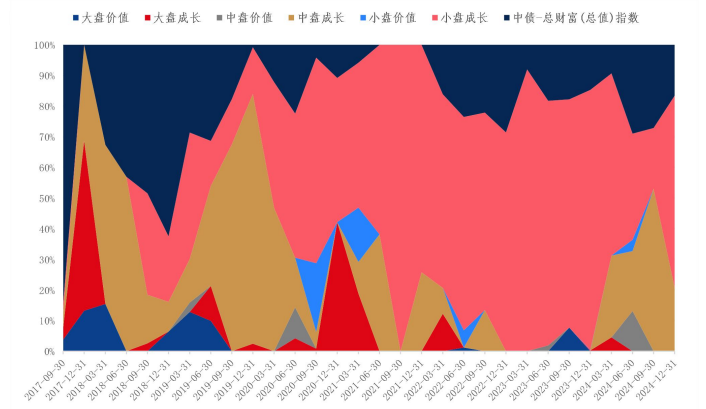
截至 24Q4，产品成立以来重仓股共 167 只，较 24Q 重仓股 152 只继续提升，单只股票最多持有期数 7 期不变，重仓期数在 5 期以上（含）的股票 10 只较 Q2 增加一只，即前文所分析威胜信息。24Q3-Q4 首次重仓股共 12 只，其估值和基本面整体呈现出估值适中、基本面良好的特点。产品重仓股整体继续保持超额胜率 88%、绝对胜率 80% 的高水平。

图 18: 超额收益归因 (%)



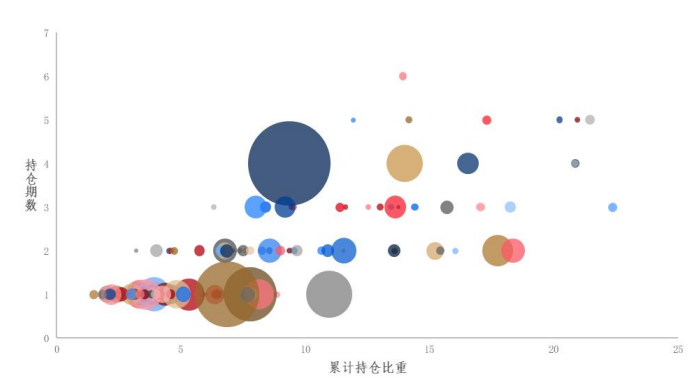
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 19: 风格切换情况



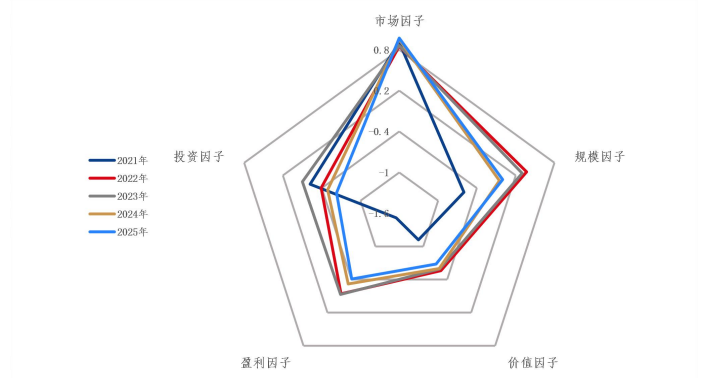
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 20: 重仓股市值分布 (亿元, %, 气泡面积为总市值)



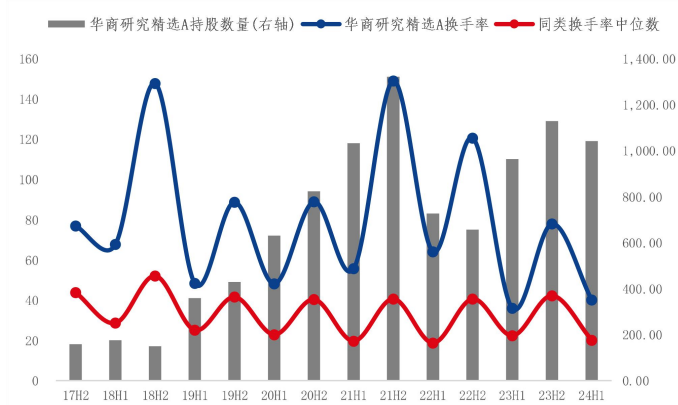
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 21: Fama-French 五因子敏感度情况



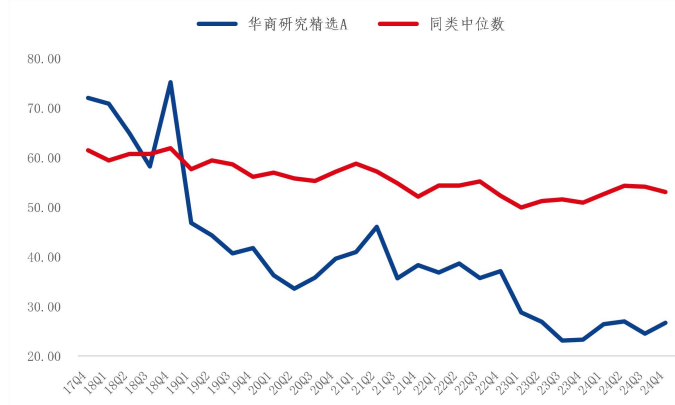
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 22: 华商研究精选 A 换手率情况 (只, %)



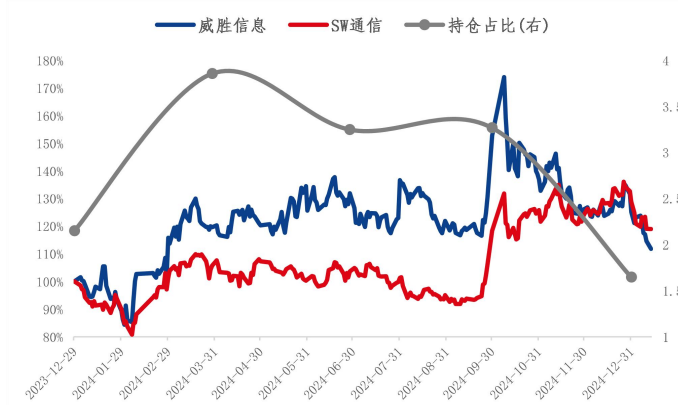
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 23: 重仓股集中度 (%)



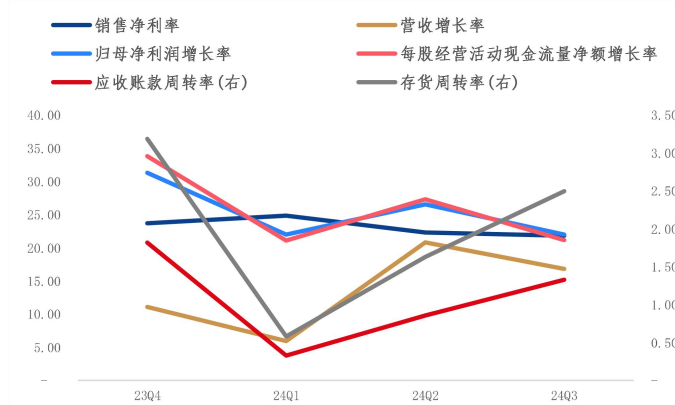
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 24: 威胜信息持仓及走势 (%)



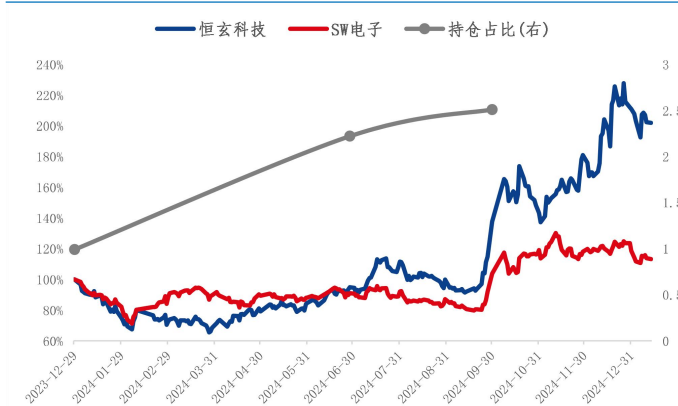
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 25: 威胜信息经营财务情况 (%)



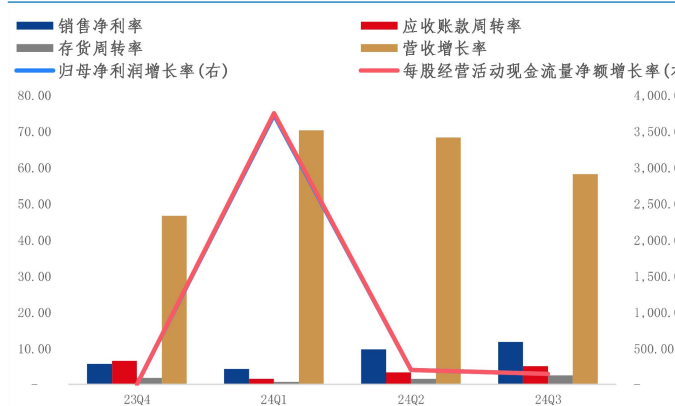
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 26: 恒玄科技持仓及走势 (%)



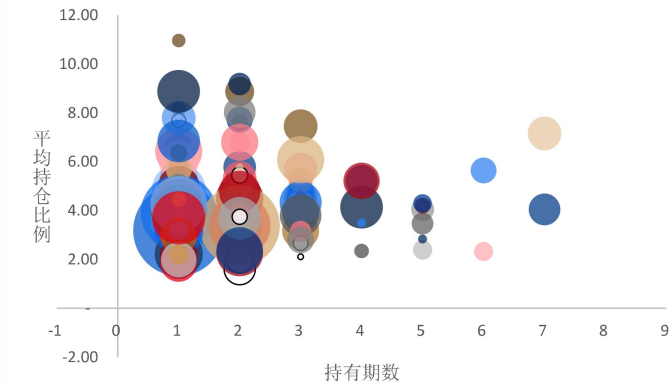
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 27: 恒玄科技经营财务情况 (%)



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 28: 重仓股相对收益情况 (%)



资料来源: Wind, 华金证券研究所

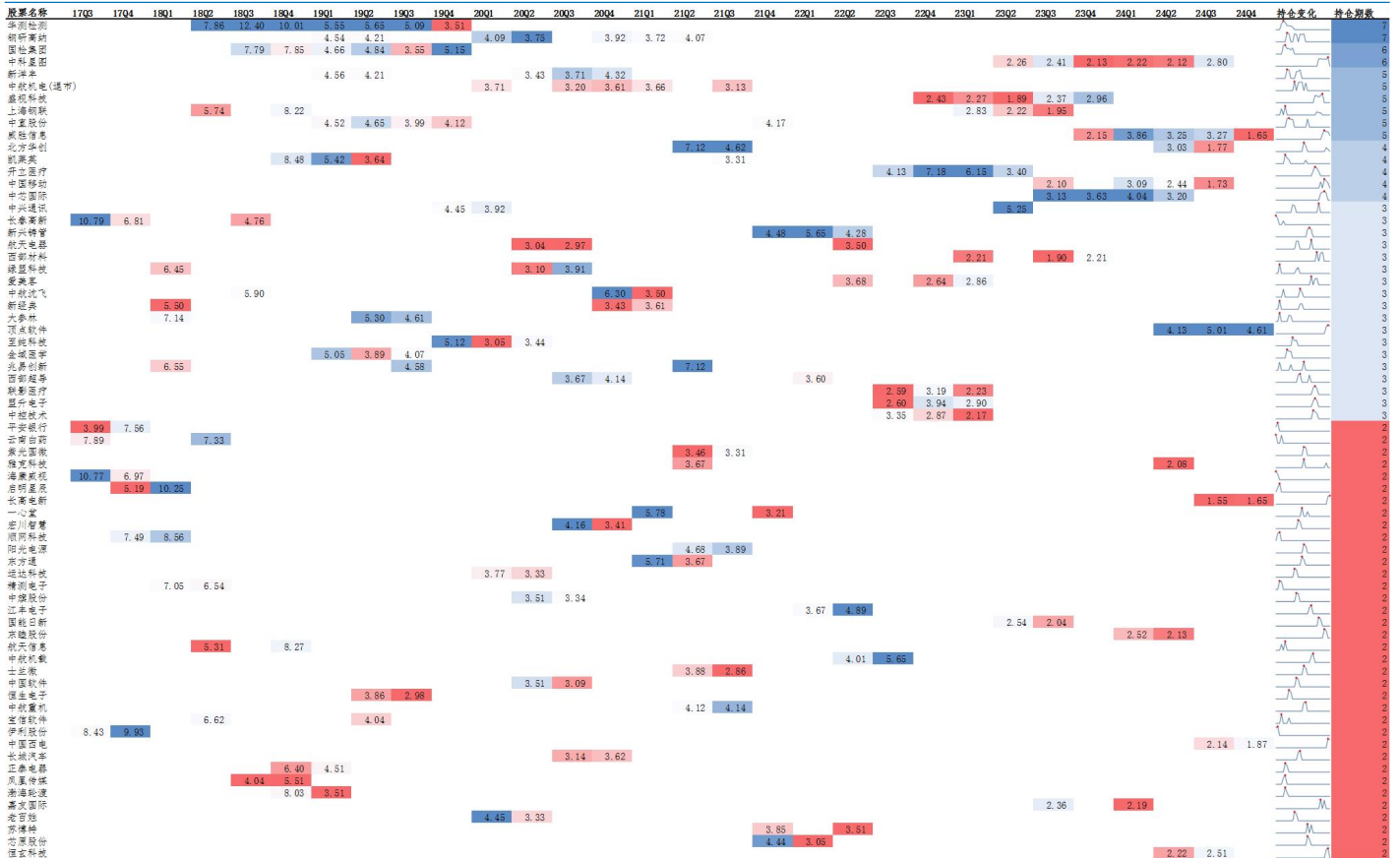
图 29: 新增重仓股情况 (倍, %)

股票名称	总市值	PE(TTM)	PB(LF)	ROE(加权)	ROA	营收增长率	销售净利率	EPS	PS(TTM)	重仓时估值处于上市以来分位数
顺络电子	253.83	30.22	3.85	10.41	7.13	14.13	16.77	0.79	4.21	53.84
思特威-W	310.66	100.21	5.93	6.92	4.83	137.33	6.49	0.68	5.14	97.96
晶方科技	184.24	77.88	3.44	4.39	3.48	21.71	22.43	0.28	14.79	49.53
金风科技	436.45	28.87	1.16	4.77	1.96	22.24	5.20	0.41	0.82	10.04
文为电子	162.45	63.53	3.59	4.74	3.72	32.71	7.52	0.77	4.34	31.05
电连技术	253.00	34.61	4.01	8.64	7.54	51.16	14.24	1.08	4.77	94.56
中国西电	446.46	48.73	2.06	3.61	2.42	6.94	6.52	0.15	2.04	88.75
长高电新	52.29	24.96	2.31	7.96	6.38	6.33	16.00	0.30	3.33	58.38
洪都航空	179.21	615.13	3.39	0.27	0.05	58.47	0.47	0.02	5.31	63.68
中国西电	446.46	48.73	2.06	3.61	2.42	6.94	6.52	0.15	2.04	88.75
长高电新	52.29	24.96	2.31	7.96	6.38	6.33	16.00	0.30	3.33	58.38
柳工	247.37	19.99	1.44	7.84	3.49	8.25	5.94	0.68	0.87	45.62
中位数	250.19	41.67	2.85	5.85	3.61	17.92	7.02	0.35	3.77	58.38

资料来源: Wind, 华金证券研究所

注: 未披露数据以 24Q3 计算。

图 30: 重仓股情况 (%)



资料来源: Wind, 华金证券研究所

注: 仅列示重仓 2 期以上个股情况。

4、投资展望

在经历了九月底的连续大涨之后，2024 年的四季度市场整体呈现出区间震荡的表现，但其中的结构性机会非常明显，最突出的显然是 AI 相关的方向。童立先生分两个层面来阐述在四季度的投资操作：1) 整体而言，在 11 月之后降低了组合的仓位和风险偏好，尤其持仓中的一些高弹性品种进行了集中减仓，但是整体组合仍然偏向“数字经济+双碳经济”等成长性行业；2) 我们也参与了 AI 新技术与端侧 AI 等投资机会，但是事后来看，这部分仓位没太足够，也没能对冲其他成长方向的下跌。

展望 2025 年的资本市场，童立先生认为科技创新与新质生产力是最值得重视的方向。从童立先生的研究来看，AI 及应用、智能驾驶、机器人、自主可控都会在 2025 年有明显的产业推进与落地，也会带来相关细分行业与上市公司的股价表现（而非之前更多是海外映射或逻辑演绎的阶段）。

三、公司简介

华商基金成立于 2005 年 12 月 20 日，总部设在北京，注册资本 1 亿元人民币，是经中国证监会批准设立、为客户提供专业理财服务的资产管理机构，公司经营范围包括基金募集、基金销售、资产管理和中国证监会许可的其他业务。

成立以来，华商基金秉承“诚为本，智慧创造财富”企业发展理念，以“优化资源配置，助力企业成长，为投资者创造财富”为使命，坚持奉行“诚信、专业、合作、进取、责任”的核心价值观，致力于成为值得信赖、受人尊敬的资产管理公司，努力把华商基金打造成为广大投资者信赖的基金品牌。

华商基金历经多年的实践探索，已经形成基于自身特点的成熟投资理念，即投资决策基于基础研究，投资业绩源自规范管理。华商基金认为，基础研究过程贯穿于整个投资管理，扎实的基础研究是连续、良好的投资业绩的基础；规范的投资与风险管理作为投资品质的保证，是客户赖以信任的基石。

通过多年市场化的竞争，华商基金已经形成了以主动投资能力为核心竞争力的特色发展路线，依托主动管理能力多元化发展，公募业务建立了涵盖股票型、混合型、债券型、货币型、FOF 等在内的完善公募基金产品线，可以满足不同投资者的各类投资需求。

根据天相投顾 2024 年 7 月 26 日发布的 AAAAA 级基金管理人评级报告，以优异的主动管理能力著称的华商基金荣获“三年期基金管理人综合评级”5A 评级。同时，华商基金还在“三年期主动股混基金”、“三年期主动债券基金”两个细分评级中均获得了 5A 评级，投资实力获得权威评级机构的认可，展示了华商基金突出的主动管理实力和综合能力。

四、风险提示

- 1、历史数据统计可能存在缺失或不完整。
- 2、模型假设可能和实际情况存在偏差。
- 3、宏观经济、市场风格等变化可能导致预测失效。

- 4、基金的过往业绩并不预示其未来表现。
- 5、报告基于历史数据进行分析，不代表任何投资建议。

分析师声明

邓利军声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址： www.huajinsec.com